

**LA POLITIQUE  
DE MORATOIRE  
EN MATIÈRE DE FONDS D'ÉTAT  
DANS LES PAYS BALKANIQUES  
1932-1934**

---

THESE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le 14 Décembre 1934, à 13 h. 30*

PAR

**Henri NIER**

*Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques*

---

MEMBRES DU JURY :

*Président : M. LESCURE, professeur*

*Suffragants : MM. PERREAU, professeur  
AFTALION, professeur*

---

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C<sup>ie</sup>

100, RUE SAINT-JACQUES

---

1934



**THESE POUR LE DOCTORAT**

*La Faculté n'entend ni approuver ni désapprouver  
les opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent  
être considérées comme propres à leurs auteurs.*

**LA POLITIQUE  
DE MORATOIRE  
EN MATIERE DE FONDS D'ETAT  
DANS LES PAYS BALKANIQUES  
1932-1934**

---

**THESE POUR LE DOCTORAT**

*Présentée et soutenue le 14 Décembre 1934, à 13 h. 30*

PAR

**Henri NIER**

*Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques*

---

**MEMBRES DU JURY :**

*Président : M. LESCURE, professeur*

*Suffragants : MM. PERREAU, professeur  
AFTALION, professeur*

---

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C<sup>ie</sup>

160, RUE SAINT-JACQUES

---

1934



A LA MEMOIRE DE MON PERE

A MA MERE



Digitized by the Internet Archive  
in 2026

## INTRODUCTION

---

Dès l'année 1776 Adam Smith avait soutenu que l'on peut difficilement trouver l'exemple d'un pays qui ayant accumulé une grosse dette l'a librement et complètement payée. Sa libération, si elle a jamais eu lieu, a été amenée à la suite d'une faillite, quelquefois seulement avouée, mais toujours réelle. Si telle était l'observation tirée des faits, lorsque le fondateur de la Science Economique écrivait son ouvrage classique sur *La Richesse des Nations*, à une époque où les dettes des Etats représentaient des sommes insignifiantes, qu'écrirait maintenant le célèbre économiste, s'il devait tenir compte des dettes écrasantes et colossales des Etats actuels !

Le monde n'a peut-être jamais connu autant de défaillances retentissantes que depuis ces dernières années, particulièrement depuis 1932. Des Etats réputés jusqu'alors pour la ponctualité avec laquelle ils faisaient face à leurs engagements ont dû se résigner à la triste condition du débiteur défaillant. Le crédit public de ces Etats s'en est trouvé fortement ébranlé et les pertes subies par les porteurs de fonds d'Etats étrangers, au premier rang desquels se trouvent les porteurs français et britanniques ont été considérables.

Dans cette pléthore de faillites plus ou moins déguisées, désignées sous le vocable lénitif de moratoire, les Etats Balkaniques — et par là nous entendons la

Bulgarie, la Grèce, la Roumanie et la Yougoslavie, à l'exception de l'Albanie et de la Turquie — ont été particulièrement touchés. Depuis de nombreuses années le paiement de la dette extérieure y constitue un problème très important, tant la situation budgétaire, économique et monétaire s'y révèle précaire et chancelante. Mais jamais la question de leur capacité de paiement n'a autant mérité de retenir l'attention.

Pour une entreprise où un simple particulier ayant contracté une dette à l'intérieur du pays, la capacité de paiement se mesure presque uniquement par l'excédent de ses revenus sur ses dépenses indispensables. Si une entreprise est mise en faillite, les créanciers se payent en tout ou en partie au moyen de la liquidation du capital.

Il ne saurait en être de même pour un Etat débiteur, surtout s'il a emprunté à l'étranger. En effet la réalisation d'un excédent de revenus sur les dépenses indispensables signifie l'obtention d'un excédent budgétaire. Cela pose un problème fiscal et administratif certainement plus compliqué que l'établissement d'un budget hebdomadaire dans un ménage aisé. Mais en supposant qu'un tel excédent ait été obtenu, — et il peut l'être tôt ou tard si l'on ne craint pas de porter atteinte au portemonnaie des contribuables, — le plus grave n'est pas encore résolu. L'augmentation des impôts n'aura fourni un excédent budgétaire qu'en monnaie nationale. Or les créanciers extérieurs tiennent à être remboursés dans leur propre monnaie nationale qui est différente de celle de leurs débiteurs. Ceux-ci devront donc se la procurer. Mais une demande exagérée de devises étrangères entraîne la hausse du change au delà du « gold point » et par consé-

quent une sortie massive d'or mettant en péril la stabilité monétaire et l'équilibre budgétaire.

Que le créancier déclare maintenant l'Etat débiteur en faillite ou qu'il tente d'aller chercher lui-même ce qui lui revient, la question ne sera pas plus avancée. Le créancier pourra ou bien recueillir les sommes en monnaie du pays débiteur ou bien s'emparer de propriétés ; et le problème un instant retardé réapparaîtra, dès qu'il s'agira de faire passer à l'étranger les intérêts produits de ces propriétés.

L'évaluation de la capacité d'un Etat débiteur pose donc deux problèmes bien distincts :

1) Un problème budgétaire d'ordre intérieur relevant du domaine des finances publiques ;

2) Un problème des transferts, qui est celui des moyens dont dispose un Etat débiteur pour assurer à ses créanciers étrangers le service des intérêts et de l'amortissement, dans la monnaie dont ils ont besoin. La pratique a révélé, surtout au cours de ces trois dernières années, que le problème des transferts pouvait se présenter sous deux formes qui, bien que connexes doivent être distinguées. Les difficultés de transfert peuvent provenir en effet : a) soit d'une pénurie de devises, à la suite d'une baisse considérable des prix des produits d'exportation ou d'entraves de toutes natures apportées par les pays étrangers à la liberté des exportations des pays débiteurs ; b) soit d'une indisponibilité de ces devises, à l'intérieur du pays ou à l'étranger, à la suite de mesures interdisant, d'une façon plus ou moins complète, l'exportation et le rapatriement des capitaux. Dans le premier cas, il y a impossibilité de se procurer des devises ; dans le second au contraire, le pays en possède, mais elles se trouvent

« bloquées » ou « gelées » dans les Banques d'Emission et il ne peut les utiliser à sa convenance. La pénurie des devises et leur indisponibilité rendent souvent insoluble le problème des transferts.

De ces deux problèmes, le problème budgétaire et le problème des transferts, c'est ce dernier qui semble jouer le rôle décisif de nos jours. Mais il n'en a pas toujours été ainsi. Etais-ce la faiblesse relative des sommes que jusqu'alors les Etats avaient eu à transférer à l'étranger, ou était-ce l'excellence du fonctionnement de l'étalon-or ? Toujours est-il que la question qui avait à peu près uniquement préoccupé les Etats débiteurs avant guerre avait été celle des ressources à trouver à l'intérieur même du pays pour l'acquittement de leurs dettes.

On connaît les faillites qui marquèrent l'histoire du Crédit Public des pays Balkaniques à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Tous, à l'exception de la Roumanie, durent suspendre leurs paiements. Mais la cause unique de ces déficiences résidait dans leur impossibilité d'équilibrer leur budget, dans leur impuissance à adapter leurs ressources à leurs dépenses. Aucun d'eux n'invoqua une absence de devises étrangères ou une indisponibilité quelconque de ces mêmes devises. L'Allemagne fut la première après la guerre à arguer du péril que le paiement des Réparations faisait courir à sa balance des paiements pour justifier sa carence. Son exemple devait être suivi et se propager. Depuis il n'est guère de pays débiteurs qui aient excipé de difficultés de transfert, au point que le problème des transferts semble avoir éclipsé le problème budgétaire.

Il convient de déterminer brièvement le sens dans lequel nous avons poursuivi nos recherches. Nous nous sommes abstenu de tout exposé doctrinal des diverses

théories qui tendent à expliquer le mécanisme des paiements internationaux, particulièrement des théories qui concernent le problème des transferts. Nous nous en sommes tenu seulement à l'examen des circonstances qui ont conduit les pays Balkaniques à proclamer ou à demander une suspension temporaire de leurs paiements extérieurs. Ce n'est pas que nous méconnaissions l'intérêt de ces diverses théories. Mais toute théorie est forcément relative et n'explique qu'imparfaitement les phénomènes que la vie économique livre à notre observation quotidienne. Cependant la théorie classique de l'équilibre de la balance des comptes nous paraît être celle qui explique le mieux le mécanisme des paiements internationaux, à la condition d'y apporter tous les correctifs que révèle l'examen des faits contemporains. Elles fournit en outre un cadre très sûr et très commode pour l'examen des difficultés de transfert. C'est pourquoi, sans l'adopter intégralement, nous nous sommes appuyé sur elle pour étudier les difficultés de transfert rencontrées par les pays Balkaniques.

Cette étude comprendra deux parties :

1) La première sera consacrée à l'examen des difficultés budgétaires, économiques et monétaires qui ont amené les pays Balkaniques à suspendre le service de leurs dettes extérieures à long terme.

2) La seconde s'efforcera de dégager pour chacun des pays Balkaniques, Bulgarie, Grèce, Roumanie, Yougoslavie, les méthodes et les procédés adoptés pour ajuster la charge de leur Dette à leur nouvelle capacité de paiement budgétaire et de transfert. C'est ce que nous appellerons la Politique du Moratoire.



## PREMIERE PARTIE

---

### CHAPITRE PREMIER

#### *LES DIFFICULTÉS BUDGETAIRES DANS LES PAYS BALKANIQUES*

---

#### SECTION I

##### LA GARANTIE DES EMPRUNTS PUBLICS

Le premier problème auquel se heurte un pays débiteur pour effectuer le service de sa dette, tant intérieure qu'extérieure, est un problème financier, celui des ressources et moyens en monnaie nationale dont il dispose pour y faire face. Mais la physionomie de ce problème varie selon qu'il s'agit de pays jouissant d'un bon crédit par suite de la saine gestion de leurs finances publiques, ou selon qu'il s'agit de pays qui n'assurent l'équilibre de leur budget que grâce à des moyens de fortune ou à des procédés voisins de la faillite.

L'expérience a enseigné aux porteurs de fonds publics que dans le premier cas il suffisait de faire confiance à la bonne foi du pays débiteur, celle-ci étant le meilleur garant de la sécurité de leur créance. Et dans le second cas il a paru nécessaire de s'entourer de nombreuses

garanties pour se prémunir contre le risque éventuel d'une défaillance. Les pays Balkaniques appartiennent malheureusement à cette deuxième catégorie, qui est celle des mauvais payeurs.

La désinvolture avec laquelle ils traitèrent, dans le passé, leurs engagements les plus solennels incita les souscripteurs étrangers de leurs titres de rente à exiger, lors de la conclusion de chaque nouvel emprunt, l'affectation de certaines ressources exclusivement consacrées au paiement de la dette publique. Pour plus de précautions, ils s'assurèrent un droit de regard et de contrôle sur la perception de ces revenus.

### *Bulgarie*

L'institution de ce système de garantie a commencé de fonctionner en Bulgarie en 1902. La forme du contrôle pour l'emprunt de 1902 est la suivante : le gage est constitué par l'impôt sur le tabac perçu à l'aide d'une banderolle. C'est là une des formes de l'imposition du tabac les plus habituelles dans les pays où le monopole n'existe pas. Il consiste en ce que le commerce et la production sont libres, mais que le tabac ne peut être mis en vente qu'autant qu'il est entouré d'une banderolle, tout comme une lettre n'est distribuée que si elle est munie d'un timbre. Les banderolles sont fabriquées à l'étranger et directement expédiées au représentant des porteurs à Sofia qui les vend au gouvernement bulgare. Celui-ci est obligé de lui acheter mensuellement une quantité suffisante pour le service de l'emprunt. La portée pratique de cette disposition est claire : on veut éviter que les créanciers n'aient à souffrir d'un relâchement de la perception des impôts cédés. Les mêmes règles

furent appliquées pour le timbre avec le supplément de la banderolle des tabacs aux emprunts contrôlés de 1904 et 1907.

L'immixtion étrangère est, on le voit, manifeste ; le représentant des créanciers lui-même prend en main les revenus ; le délégué des porteurs est choisi par eux, mais il voit sa nomination notifiée au gouvernement bulgare par le pays dont ressortissent la majorité des porteurs, en l'espèce la France. Il y a là un type mixte entre les deux types que nous allons examiner : délégués nommés par les créanciers (Grèce) et délégués désignés par les gouvernements (Yougoslavie).

Des règles analogues ont été appliquées pour les emprunts de 1926 et de 1928, émis sous les auspices de la Société des Nations ; mais le contrôle est exercé par le représentant de la Société des Nations.

### *Grèce*

En Grèce, il existe au profit des créanciers de certains emprunts de l'Etat une affectation de recettes. La loi grecque de 1898, qui ne peut être modifiée que du consentement des porteurs, a affecté au service des emprunts les monopoles et impôts suivants : 1) sel, pétrole, allumettes, cartes à jouer, papiers à cigarettes et émeri de Naxos ; 2) droits sur les tabacs ; 3) certains droits de timbre ; 4) droits d'importation perçus par la douane de Pirée. Au cas où le produit de ces revenus affectés n'atteindrait pas 85 o/o de l'évaluation de 40 millions de francs prévu pour ces recettes, pendant deux semestres consécutifs, le gouvernement grec devrait affecter les droits de douane de Laurium, de Patras, de Volo et de Corfoue.

L'assignation de recettes est sanctionnée par un contrôle international exercé par la C.F.I. (1), composée de six membres, désignés, en raison de un part Etat, par chacune des puissances médiatrices (France, Angleterre, Italie) après communication au gouvernement hellénique.

La C.F.I. contrôle les revenus de l'Etat affectés au service de certains emprunts. Elle peut se rendre dans les différents bureaux de perception et se faire présenter tous livres, comptes et pièces de comptabilité. Elle contrôle très étroitement la perception, laquelle est faite par la « Société de Régie des revenus affectés au service de la dette publique hellénique ». La C.F.I. donne les ordres relatifs à l'emploi des fonds et surveille cet emploi. Les lois et règlements relatifs aux impôts et revenus ne peuvent être modifiés qu'avec son assentiment. Si, à la suite de modifications des droits de douane, une diminution du produit est constatée, le gouvernement sur la demande de la C.F.I. devra affecter immédiatement des revenus supplémentaires. Le gouvernement hellénique ne peut emprunter pour couvrir les déficits budgétaires qu'avec l'assentiment de la C.F.I.

La commission traite avec le gouvernement hellénique de puissance à puissance. En cas de désaccord, il y a lieu à un arbitrage.

Les emprunts de 1924 et de 1928, patronnés par la Société des Nations, sont également soumis au contrôle de la C.F.I.

### *Yougoslavie*

La presque totalité des emprunts yougoslaves est garantie par le produit de certains impôts,

(1) Commission Financière Internationale.

savoir : le produit des taxes judiciaires et administratives, des monopoles des tabacs, du pétrole, des allumettes, du papier à cigarettes et le produit des douanes. Ces revenus ne peuvent être employés à aucun autre usage que celui du paiement de la dette extérieure. Les excédents en sont pourtant remis au Trésor mais une retenue y est opérée afin de constituer un fond de réserve. En cas d'insuffisance des revenus affectés, le gouvernement est tenu de les compléter par l'assignation d'autres recettes fiscales.

Dans la crainte que le gouvernement yougoslave ne s'empare de ces revenus, la perception en est assurée par l'Administration Autonome des Monopoles, douée de la personnalité civile et financière et ayant à sa tête un Conseil d'Administration, composé de quatre membres de nationalité yougoslave et de deux représentants des porteurs nommés par décret royal sur la proposition des porteurs. Le Conseil prélève chaque mois, sur les fonds qu'il gère, les sommes nécessaires pour le service de l'emprunt et remet l'excédent à la caisse de l'Etat.

### *Roumanie*

Jusqu'en 1929 la Roumanie bénéficiait d'une réputation financière assez solide qui l'avait dispensée d'affecter des ressources spéciales au service de sa dette. Mais lors de l'émission de l'emprunt de stabilisation de 1929, elle dut concéder certaines garanties aux souscripteurs de cet emprunt. Il fut créé par la loi du 7 février 1929 une Caisse Autonome des Monopoles. C'est une institution indépendante, jouissant d'une complète personnalité civile et de l'autonomie financière. L'Etat lui a conféré pour toute la durée de la concession

« libres de toutes hypothèques, privilèges, nantissements et de toutes autres sûretés, ses biens et propriétés, meubles ou immeubles, corporels ou incorporels, de toutes natures, détenus ou utilisés à cette date par la Régie des Monopoles destinée à exploiter les monopoles, dans l'intérêt de la stabilisation et du développement économique du pays ». Les monopoles dont elle à la gestion sont ceux du tabac, du sel, des allumettes, des explosifs, du papier à cigarettes et des cartes à jouer.

La Caisse fut autorisée à contracter un emprunt extérieur, « l'emprunt de stabilisation et de développement de 1929 » et, dans ce but, d'émettre des obligations et de les vendre. Outre la garantie de l'Etat roumain, le paiement des annuités d'intérêt était assuré par un privilège de premier rang sur les recettes brutes des monopoles, sauf celui des allumettes, et sur tous les autres bénéfices de la Caisse.

La loi de 1929 prévoyait que la Caisse pourrait faire des émissions additionnelles et pourrait accorder aux porteurs de celles-ci le droit de participer « *pari passu* », avec les obligations de stabilisation, aux garanties établies par l'art. 4. Conformément à ces dispositions, elle émit en 1931 un emprunt extérieur dit de « développement » dont les obligations ont même rang que les obligations de 1929 sur les recettes perçues par la Caisse.

Les emprunts 7 0/0 1929 et 7 1/2 0/0 1931 sont les seuls emprunts roumains dont le service est garanti par une affectation spéciale de recettes. De plus il n'existe aucun contrôle des porteurs sur les revenus puisqu'ils ne sont pas représentés dans le Conseil de la Caisse Autonome des Monopoles.

Le but de toutes ces affectations de recettes et de

tous ces contrôles étrangers sur la perception de celles-ci est, on le sait, d'assurer le paiement régulier des intérêts et de l'amortissement, par la constitution d'un fond en monnaie nationale amplement suffisant pour couvrir la charge de la dette. Il convient de remarquer que les revenus choisis sont à peu près partout les mêmes. Ce sont pour la plupart des impôts de consommation à assiette large et d'un rendement très productif. Aussi n'est-il pas étonnant de constater que leur produit a toujours nettement dépassé le montant qui était nécessaire pour le paiement de la dette et cela, même depuis l'aggravation de la situation budgétaire dans les pays Balkaniques.

Il paraît difficile dans ces conditions que ceux-ci puissent arguer de difficultés budgétaires pour justifier le non-paiement de leur dette ou demander un allègement de leurs obligations, tant que le rendement de ces revenus affectés ne tombe pas au-dessous du montant de l'annuité. Cela paraît d'autant plus inadmissible que ces garanties et sûretés ne présentent d'intérêt en fait que pour les périodes de diminution générale des revenus publics et que le but de leur institution a précisément été de parer aux déficiences des autres revenus.

Malheureusement on trouve là un exemple frappant non pas de la vanité, comme on l'a prétendu, mais de la fragilité de toutes ces dispositions contenues dans les contrats d'emprunt, par lesquelles les créanciers pensaient se garantir contre l'insolvabilité éventuelle de leurs débiteurs. Il n'est aucun moyen qui assure aux porteurs de fonds publics une sécurité absolue de leurs titres, sinon la bonne foi du débiteur et sa volonté de faire face à ses engagements. De cette bonne foi et de cette volonté dépend pour beaucoup la capacité de paiement d'un pays débi-

teur. C'est là une considération qu'il convient d'avoir présente à l'esprit dans l'appréciation des difficultés budgétaires, derrière lesquelles se retranchent trop facilement les Etats défailants.

Par difficultés budgétaires, il faut entendre essentiellement l'incapacité où se trouve un Etat de réaliser l'équilibre de son budget. L'équilibre du budget est une des conditions principales de la santé du corps économique, parce qu'il permet d'assurer la solidité et la stabilité de la monnaie. Les porteurs étrangers de fonds publics n'ont pas un moindre intérêt que les nationaux de l'Etat qui est leur débiteur au maintien de la valeur de la monnaie, car l'expérience a montré que, ni les clauses de paiement en or, ni les clauses d'option de change insérées dans les contrats ne les mettaient à l'abri des répercussions exercées par la chute d'une monnaie. C'est même cette raison, la sauvegarde de la monnaie nationale, qui entre en considération pour les déterminer à accorder des allègements sur le service de la dette. Mais ceux-ci ne peuvent être octroyés, que lorsqu'il est avéré qu'il n'existe aucun autre moyen de réaliser l'équilibre budgétaire. Ce qui exige l'appréciation exacte des difficultés budgétaires et de ses causes.

---

## SECTION II

### NATURE DES DIFFICULTÉS BUDGÉTAIRES

Il faut faire une discrimination, parmi les difficultés éprouvées par les pays Balkaniques, 1) entre celles qui sont imputables à la crise qui sévit depuis 1929 et 2) celles qui sont imputables à la structure même de leur budget et aux méthodes budgétaires qu'ils emploient. Les pre-

nières ont des causes générales dont les effets ont été ressentis avec plus ou moins d'acuité par l'ensemble des pays du globe et auxquels il est malaisé de remédier. Les secondes ont des causes particulières qui proviennent généralement d'une insuffisance de l'organisation de la fiscalité, d'une répartition défectueuse des revenus entre les divers chapitres de dépenses, ainsi que de pratiques budgétaires erronées.

Il est malaisé de doser la part exacte qui revient aux unes et aux autres dans l'ensemble des difficultés rencontrées par les pays Balkaniques pour équilibrer leur budget. Toutefois il faut bien se garder de vouloir les attribuer uniquement, comme ils le font, à la diminution générale des revenus consécutive à la crise. C'est ce qui ressort d'un examen rapide de leurs finances publiques et des méthodes budgétaires suivies.



#### PARAGRAPHE PREMIER

##### *Vices organiques des Finances Publiques Balkaniques (1)*

L'augmentation des dépenses publiques pendant les années d'après guerre a entraîné une augmentation parallèle des ressources publiques. Les ressources avec lesquelles les pays balkaniques peuvent faire face à ces charges proviennent de plusieurs sources. Ce sont : a) les revenus de la fortune privée ; b) le produit net des entreprises publiques ; c) les impôts ; d) enfin l'emprunt. Mais la plus grande partie des dépenses est couverte par l'impôt dans la plus large acception du mot (impôts proprement

(1) Pour tout ce paragraphe nous nous sommes inspiré de l'étude remarquable de M. Andréadès, sur les Finances Publiques des Pays Balkaniques, parue dans la Revue *Les Balkans*, N° Septembre 1932.

aits, taxes, revenus nets des monopoles) lesquels constituent la véritable charge fiscale du pays.

En décomposant les chapitres des recettes publiques, au cours de l'exercice 1930-31, nous obtenons le tableau comparatif suivant : (1) (en millions de la monnaie nationale).

|                      | Bulgarie |     | Grèce    |      | Roumanie |      | Yougoslavie |      |
|----------------------|----------|-----|----------|------|----------|------|-------------|------|
|                      | Millions | 0/0 | Millions | 0/0  | Millions | 0/0  | Millions    | 0/0  |
| I Domaines de l'Etat | 230      | 4,5 | 1 050    | 1,1  | 789      | 2,3  | 176,9       | 2,2  |
| II Entreprises . . . | 432      | 8,4 | 10       | 0,1  | 1.004    | 3    | 252         | 3,2  |
| III Impôts . . . . . | 4.432    | 8,7 | 8.376    | 98,8 | 31.854   | 97,7 | 754         | 94,6 |
| Total                | 5.094    | 100 | 9.086,5  | 100  | 33.647   | 100  | 796,6       | 100  |

C'est en Bulgarie que la part des revenus des domaines publics est la plus importante. Autrefois, les revenus de la fortune privée constituaient la principale source de recettes. La Roumanie possédait d'immenses domaines dont les revenus en 1864 couvraient près de 68 0/0 du total des dépenses publiques. La réforme agraire intervenue depuis lors n'a laissé à l'Etat que quelques milliers d'hectares. Les Etats modernes évitent en général, de constituer une fortune privée et aliènent celle qu'ils se trouvent posséder, lorsqu'il apparaît que son exploitation par des personnes privées serait plus productive.

Le champ d'action des entreprises publiques est à peu près le même dans les pays Balkaniques. Les services des P.T.T., des chemins de fer, de l'Imprimerie Nationale,

(1) Ce tableau, ainsi que les suivants, a été emprunté à l'étude de M. Andréades, déjà citée.

sont les principales de ces pays, à l'exception de la Yougoslavie, où leur domaine est plus vaste et comprend notamment l'entreprise d'un certain nombre de théâtres, celles d'édition de livres scolaires, d'hôpitaux, de sucreries, des services d'automobiles du Monténégro, de la Banque Hypothécaire et de la Banque de liquidation et de sériculture. De ces entreprises publiques, deux seulement méritent l'attention : les P.T.T. et les Chemins de fer.

A l'exception de la Grèce, l'entreprise des P.T.T. s'est toujours soldée par des excédents. Elle est employée comme moyen d'imposition, « kind of taxation ». Le déficit en Grèce ne provient, ni d'une infériorité du taux des taxes, ni d'un recours moins fréquent du public aux services des P.T.T., mais d'une exagération des frais d'exploitation qui dépassent le montant des recettes. De même la gestion des chemins de fer laisse des excédents en Bulgarie et en Yougoslavie. Elle est déficitaire en Grèce ; quant à la Roumanie, le déficit n'est qu'apparent : les 300 millions de lei, représentant le déficit de 1930-31, constituent plutôt une subvention que leur verse l'Etat, en échange des voyages gratuits et des tarifs réduits accordés aux fonctionnaires et pensionnés.

Ainsi d'une manière générale, l'exploitation des entreprises publiques n'est pas onéreuse pour l'Etat. Mais le pourcentage de ces recettes par rapport à l'ensemble des revenus révèle bien la faiblesse des ressources que les pays Balkaniques peuvent en attendre.

Le produit des impôts constitue donc la majeure partie des revenus publics et la base principale du budget des pays Balkaniques. La politique des impôts a toujours été le refuge unique pour couvrir les dépenses publiques.

95 o/o des dépenses y sont couvertes par les impôts. C'est en raison de ce fait que les gouvernements s'évertuent à élaborer des systèmes fiscaux fondés sur l'idée de justice fiscale et qui assurent en même temps un rendement financier satisfaisant. Les systèmes fiscaux dans les pays Balkaniques sont basés aussi bien sur les impôts directs que sur les impôts indirects, mais plus particulièrement sur ceux-ci :

|                   | Impôts directs | Impôts indirects | Autres impôts |
|-------------------|----------------|------------------|---------------|
| Bulgarie .....    | 20,8 %         | 60,4 %           | 18,8 %        |
| Grèce .....       | 24 %           | 63,2 %           | 12,8 %        |
| Roumanie .....    | 30 %           | 47,2 %           | 22,8 %        |
| Yougoslavie ..... | 25,1 %         | 53 %             | 11,9 %        |

Les impôts indirects dépassent considérablement les impôts directs. La raison de cette supériorité se trouve dans le fait que les pays Balkaniques essentiellement agricoles n'offrent pas aux impôts directs une matière imposable suffisamment solide. Les travaux agricoles d'habitude peu rémunérateurs et le défaut d'une industrie assez développée ne sont pas de nature à favoriser le rendement des impôts directs. Les gros revenus sont rares. Des statistiques sur l'imposition font malheureusement défaut dans plusieurs de ces pays ; mais nous citerons à titre d'exemple, que le nombre des contribuables helléniques qui ont un revenu annuel dépassant un million de drachmes n'est que de 58, s'il faut en croire les statistiques fiscales. D'une manière générale, la moyenne des revenus est extrêmement basse ; le plus souvent elle est inférieure au minimum d'existence et se trouve par là exonérée de toute imposition directe. Si le système fiscal devait reposer sur les revenus nets, le rendement des impôts directs serait dérisoire. La majeure partie des impôts directs provient des impôts fon-

ciers et des impôts de patente qui sont perçus sur les revenus bruts et fixés sur les signes extérieurs.

Dans ces conditions, il est indispensable de recourir aux impôts indirects et aux taxes de consommation si l'on veut faire face aux dépenses publiques. Les taxes d'importation représentent un pourcentage élevé dans l'ensemble des revenus fiscaux ; de leur côté, les taxes de consommation ont suivi ces dernières années, une ligne toujours ascendante. Deux des pays Balkaniques, la Roumanie et la Yougoslavie ont introduit l'impôt sur le chiffre d'affaire.



D'une façon générale, les systèmes d'impôts directs ne présentent pas de différences sensibles dans les pays Balkanique. Ils sont surtout représentés par l'impôt sur le revenu qui se subdivise en *impôts cédulaires*, se rapportant à tous les revenus réalisés d'après leur source de provenance, et en *impôt général sur le revenu*, frappant l'ensemble des revenus. Leur institution remonte seulement à l'après guerre. Les impôts cédulaires frappent les revenus de la terre, ceux des propriétés bâties, les traitements et salaires, les bénéfices industriels et commerciaux, les revenus des valeurs mobilières et des professions libérales.

Il serait difficile de soutenir que l'impôt sur le revenu ait réussi dans les pays Balkaniques. Ses modifications continues et son rendement chétif sont là pour témoigner qu'il n'a pu arriver à sa forme définitive. Son rendement ne couvre environ que 15 à 18 0/0 des recettes fiscales : 16 0/0 en Bulgarie (1930) ; 14,8 0/0 en Grèce (1930) :

21,5 0/0 en Roumanie (1928), et 17.10 0/0 en Yougoslavie.

Les divergences remarquées entre les Etats de la péninsule ne sont pas grandes, mais elles sont très importantes, si on les compare avec le rendement obtenu dans certains pays européens, comme l'Allemagne ou l'Angleterre, où le pourcentage atteint respectivement 53 0/0 et 66 0/0. Sans doute, peut-on les expliquer par la différence de structure économique. Mais toutes proportions gardées, le produit des impôts sur le revenu dans les pays Balkaniques est nettement insuffisant.

L'imposition des revenus de la terre est celle qui suscite surtout les plus grandes difficultés. La source de ces difficultés se rattache au fait que, la petite propriété étant prédominante depuis le partage des terres, les revenus agricoles sont peu considérables. L'agriculture n'a pas encore adopté les formes industrielles ; et les grandes entreprises rurales forment l'exception. En outre, des éléments, tels que la tenue de livres, qui faciliteraient l'évaluation des revenus nets font défaut. Si l'impôt sur les revenus devait être perçu sur les revenus nets, la plus grande partie des contribuables s'en trouverait exonérée, en raison de l'exiguité de leurs revenus et de la difficulté de leur détermination. Enfin, pour être rémunérateur, l'impôt foncier devrait être fondé sur un cadastre bien administré, ce qui n'est pas le cas, sauf pour la Yougoslavie.

Le rendement des autres catégories n'a pas été satisfaisant, à part les impôts sur la propriété bâtie, sur le revenu des valeurs mobilières et sur les traitements qu'il est facile de saisir à la base. La catégorie des bénéfices des

entreprises commerciales et industrielles n'a pas donné de bons résultats.

Les raisons de l'échec de l'impôt sur le revenu doivent être recherchées en premier lieu dans l'insuffisance d'un service fiscal bien organisé. L'application de cet impôt implique de bons services techniques. Lorsque l'Etat n'est pas en mesure d'exercer un contrôle efficace des déclarations, cet impôt revient à être un impôt sur la sincérité des contribuables. Et dès que celui-ci se rend compte de l'incapacité de l'Etat à déterminer ses revenus nets, il usera de tous les moyens pour se soustraire à ses obligations fiscales. L'organisation des services technique n'a pu atteindre encore le niveau nécessaire à une application satisfaisante des impôts sur le revenu. D'ailleurs, il faut reconnaître que son introduction a peut-être été prématurée et trop brutale.

Ce manque de préparation nécessaire dans l'introduction de l'impôt sur le revenu explique bien souvent le niveau inférieur de la moralité fiscale. Mais celui-ci s'est rabaissé sous l'action de facteurs politiques et psychologiques. Des mesures malheureuses, telles que les dispositions de faveur et une multitude d'exemptions, ont contribué à son abaissement.

Enfin l'excès de la charge fiscale a provoqué son insuccès. Les revenus n'étaient pas seulement taxés à des taux élevés, mais se trouvaient encore soumis à des impôts extraordinaires et additionnels (Grèce et Bulgarie). L'échelle de l'impôt général sur les revenus atteint parfois des proportions de confiscation. Ce qui pousse à la fraude.

Il apparaît donc, qu'à côté de raisons tenant à la structure économique des pays Balkaniques, la faiblesse

du rendement des impôts directs s'explique par une insuffisance des lois qui en organisent la perception. Il y a certainement là de gros progrès à réaliser qui amèneraient une productivité bien plus grande des impôts directs.

\*\*\*

Dans les impôts indirects, on peut ranger les droits de douane, les taxes de consommation et le produit des monopoles. Jusque vers 1900, leur rendement était inférieur à celui des impôts directs. Il n'en est plus de même aujourd'hui, où ils représentent plus de la moitié des recettes fiscales.

*Les droits de douane* y tiennent une place prépondérante, puisque le pourcentage de leur revenu par rapport aux recettes fiscales représente 29,3 o/o en Bulgarie ; 39 o/o en Grèce ; 14,4 o/o en Roumanie, et 20,7 o/o en Yougoslavie. Le rendement diffère suivant les pays considérés ; mais il demeure entièrement étranger au degré plus ou moins élevé des tarifs. Il est en connexion étroite avec le commerce d'importation. Et c'est là son danger ; car il demeure soumis aux aléas de la situation économique. Très productif en période de prospérité, où les importations sont abondantes, le rendement s'abaisse automatiquement en période de restriction des échanges. La trop grande élasticité des droits de douane en fait un élément permanent de perturbation de l'équilibre du budget.

La même constatation s'impose, quoique à un degré moindre, en ce qui concerne les *taxes de consommation* qui, en Bulgarie représentent 32,3 o/o des recettes fiscales ; 21,5 o/o en Grèce ; 18,7 o/o en Roumanie, et

12,1 0/0 en Yougoslavie. Plusieurs facteurs agissent pour différencier considérablement le pourcentage du rendement des taxes de consommation dans les pays Balkaniques. Ainsi, la taxe sur le chiffre d'affaires existe en Roumanie et en Yougoslavie, mais non en Bulgarie et en Grèce ; le tabac fait l'objet d'un monopole en Roumanie et en Yougoslavie et, à ce titre n'est pas rangé à la rubrique des taxes de consommation ; enfin des produits, comme le sucre, sont ici frappés de taxes de consommation (Roumanie, Yougoslavie), et là de droits de douane (Bulgarie, Grèce). La faiblesse du pourcentage, notamment en Yougoslavie, ne s'explique donc pas par une insuffisance de l'imposition. Au contraire, ces impôts de consommation sont très productifs en général, particulièrement l'impôt sur l'alcool. Par contre, la taxe sur le chiffre d'affaires, dans les pays où elle existe, n'est pas très rémunératrice, car elle laisse en dehors les produits agricoles pour ne frapper que les produits industriels indigènes. Mais les taxes de consommation, comme les droits de douane, demeurent trop liées à l'influence des conditions économiques.

Enfin les *produits des monopoles* assurent 13,7 0/0 des recettes fiscales en Roumanie, et 25,4 0/0 en Yougoslavie, alors qu'ils ne couvrent que 4,8 0/0 en Bulgarie et 2,5 0/0 en Grèce. La raison de cette différence provient de ce que, dans ces deux derniers pays, le tabac ne fait pas l'objet d'un monopole. On sait déjà que le produit des monopoles a été affecté au service des annuités de la dette publique.

Ce rapide aperçu des recettes fiscales permet de dégager les défauts et les vices du système fiscal des pays Balkaniques et les raisons permanentes de l'insuffisance de

son rendement : a) Absence de stabilité de ces revenus, par suite de la part trop grande tenue par les impôts indirects, dont la productivité est fonction de la situation économique générale, et b) mauvaise organisation des lois fiscales en ce qui concerne les impôts directs et principalement les impôts sur le revenu. Telles en sont les caractéristiques essentielles. Il reste à se demander si un emploi judicieux et économique des deniers publics permet de suppléer à ces inconvénients, dans la recherche de l'équilibre budgétaire. Ce qui conduit à examiner le mode d'affectation des revenus, c'est-à-dire, la répartition des dépenses publiques.



On peut classer les dépenses publiques en trois groupes : 1° Dette publique ; 2° Dépenses militaires ; 3° Dépenses civiles. Voici quels étaient en 1930, les chiffres se rapportant à chacun de ces groupes, ainsi que le pourcentage de chacun d'eux par rapport au total des dépenses :

|                        | Bulgarie             |      | Grèce                 |      | Roumanie              |      | Yougoslavie          |      |
|------------------------|----------------------|------|-----------------------|------|-----------------------|------|----------------------|------|
|                        | Millions             | 0/0  | Millions              | 0/0  | Millions              | 0/0  | Millions             | 0/0  |
| I Dette Publique       | a) 1.254<br>b) 48,3  |      | a) 3.734<br>b) 222    |      | a) 6.219<br>b) 153    |      | a) 1.016<br>b) 60,7  |      |
|                        |                      | 17,9 |                       | 36,1 |                       | 17,6 |                      | 11,9 |
| II Dépenses Militaires | a) 1.087<br>b) 41,8  |      | a) 1.641<br>b) 98,1   |      | a) 8.941<br>b) 212,5  |      | a) 2.522<br>b) 151   |      |
|                        |                      | 15,5 |                       | 15,9 |                       | 25,3 |                      | 29,6 |
| III Dépenses Civiles   | a) 4.657<br>b) 179,2 |      | a) 4.957<br>b) 293,7  |      | a) 20.146<br>b) 473,9 |      | a) 4.996<br>b) 298,4 |      |
|                        |                      | 66,6 |                       | 48   |                       | 57,1 |                      | 58,5 |
| Total                  | a) 6.998<br>b) 269,3 |      | a) 10.332<br>b) 613,8 |      | a) 35.306<br>b) 839,4 |      | a) 8.534<br>b) 510,1 |      |
|                        |                      | 100  |                       | 100  |                       | 100  |                      | 100  |

a) Monnaie indigène.  
b) Francs d'avant-guerre.

L'augmentation continue des dépenses publiques est un phénomène commun à tous les Etats depuis la guerre. Les pays Balkaniques n'ont pas failli à cette loi commune. Les causes en sont bien connues : ce sont l'intervention abusive de l'Etat dans la vie économique, la charge accrue de la dette publique, les dépenses afférentes aux armements et le coût des services sociaux. Ce qui constitue la gravité de ce phénomène, ce n'est pas tant l'accroissement en lui-même que l'impossibilité où se trouvent les Etats d'y mettre un frein et aussi de revenir en arrière. En effet, parmi ces dépenses, il en est d'incompréhensibles, telle la charge de la Dette publique qui est juridiquement intangible, et dont il convient d'apprécier l'importance.

Les dépenses affectées au service de la Dette publique s'élevaient aux chiffres suivants en 1930 (millions de francs d'avant-guerre).

|                |      |        |                                     |   |
|----------------|------|--------|-------------------------------------|---|
| Bulgarie ..... | 48,4 | 17,9 % | du total des dépenses publiques (1) |   |
| Grèce .....    | 222  | 36,1 % | —                                   | — |
| Roumanie ..... | 153  | 17,6 % | —                                   | — |
| Yougoslavie .. | 60,7 | 11,9 % | —                                   | — |

On voit que dans les pays Balkaniques, sauf en Grèce, les dépenses affectées au service de la Dette publique ne constituent qu'un pourcentage relativement modeste oscillant entre 12 et 18 0/0. Il est intéressant de les comparer avec ce qu'elles étaient avant guerre. En 1913, le service de la Dette absorbait 21 0/0 des dépenses publiques dans l'ancienne Serbie ; 20,8 0/0 en Bulgarie ; 16,5 0/0 en Grèce et 14,8 0/0 en Roumanie.

Le pourcentage du fardeau de la Dette, comparé au

(1) Ces statistiques et les suivantes sont empruntées à l'étude du Professeur Andréadès. *Op. cit.*

revenu national par tête d'habitant, fournit un critère caractéristique des charges de la Dette.

|                   | Revenu par tête d'habitant | Service de la Dette   | Pourcentage (1) |
|-------------------|----------------------------|-----------------------|-----------------|
| Bulgarie .....    | 268 fr. avant-guerre       | 7,96 fr. avant-guerre | 2,98 %          |
| Grèce .....       | 365 fr. —                  | 34,70 fr. —           | 9,25 %          |
| Roumanie .....    | 367 fr. —                  | 8,50 fr. —            | 2,32 %          |
| Yougoslavie ..... | 278 fr. —                  | 4,70 fr. —            | 1,68 %          |

C'est donc la Grèce qui présente le pourcentage le plus élevé ; quant aux autres pays Balkaniques, la proportion des revenus absorbée par le service de la dette est infime.

Le montant total de la dette publique s'élevait aux chiffres suivants, le 31 mars 1931 :

|                 | En millions de la Monnaie Nationale | En millions de francs avant guerre | Par tête d'habitant (1) |
|-----------------|-------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|
| Bulgarie .....  | 23.276 (leva)                       | 895,3                              | 148 leva                |
| Grèce .....     | 41.279 (drachmes)                   | 2.452,1                            | 384 drachmes            |
| Roumanie .....  | 152.629 (lei)                       | 3.635,5                            | 201 lei                 |
| Yougoslavie ... | 38.783 (dinars)                     | 2.824                              | 183 dinars.             |

La principale distinction des dettes publiques, celle qui influe d'une manière plus générale sur l'économie nationale, c'est la distinction entre les dettes intérieures et dettes extérieures. Le critère habituel de la distinction, quoique pas toujours exact, consiste dans l'émission des emprunts en monnaies étrangères (dette extérieure) ou en monnaies indigènes (dette intérieure).

Voici comment se répartit la dette publique des pays Balkaniques :

|                   | Dette intérieure |        | Dette extérieure (1) : |        |
|-------------------|------------------|--------|------------------------|--------|
| Bulgarie .....    | 6.168            | 26,5 % | 17.108                 | 73,5 % |
| Grèce .....       | 5.886            | 24,4 % | 31.246                 | 75,6 % |
| Roumanie .....    | 16.662           | 11,3 % | 135.966                | 88,7 % |
| Yougoslavie ..... | 6.020            | 15,6 % | 32.763                 | 84,6 % |

Les pays agricoles tels que ceux de la péninsule balkanique ne peuvent appliquer un programme d'exploita-

(1) Andréadès, *op. cit.*

tion de leurs richesses sans recourir à l'emprunt. Et si l'on considère que le grand capital y fait défaut, on comprend que les gouvernements se soient tournés vers les marchés étrangers. Or, ceux-ci imposent de lourdes conditions aux pays emprunteurs, dont l'économie n'est pas assez développée : taux d'intérêt élevé, prix d'émission au-dessous du pair, commissions élevées, amortissement à échéances brèves qui empêchent en partie, le montant des emprunts d'arriver jusqu'à la caisse de l'emprunteur (1). Cette situation ne pouvait que provoquer de grandes perturbations dans les finances publiques et les conduire à la déconfiture. Les créanciers soucieux de leurs intérêts ont dû transiger avec leurs débiteurs et proposer un contrôle financier : 1898 en Grèce ; 1895 en Serbie ; 1902 en Bulgarie.

L'endettement continu des pays Balkaniques a contribué à établir leur subordination économique vis-à-vis de l'étranger. À cet égard, il existe peu de pays dans le monde qui présentent autant de subordination et supportent un fardeau plus lourd de dettes extérieures. Le poids fiscal d'un pays n'est pas déterminé seulement par l'ensemble des impôts, mais aussi par le mode d'utilisation de leur produit. Si ce produit est affecté à des travaux productifs et rémunérateurs et s'il reste dans le pays, on peut dire que le prélèvement fiscal constitue, en quel-

(1) Dans son étude consacrée aux emprunts helléniques le professeur Andréadès constate que sur un montant de 630 millions de drachmes auquel s'élevaient les emprunts consentis entre 1879 et 1890, seuls 403 millions, i. e, 64 % ont été réellement encaissés. C'est sur ce produit net qu'il fallait de plus prélever les commissions, courtages, et provisions des banquiers. Si l'on considère, ajoute cet auteur, que le service de la dette hellénique s'élevait à la même époque à 389 millions, on constatera que la Grèce devait verser à l'étranger presque en entier ce qu'elle y avait emprunté. Il en est de même ailleurs.

(1) Andréadès, *op cit.*

que sorte, un simple déplacement du revenu national. Celui-ci dans son ensemble reste le même ; seule sa répartition se trouve modifiée du fait de l'impôt. Mais le poids fiscal d'un pays s'accroît lorsque le produit de l'impôt s'écoule à l'étranger. À la première adversité, l'ensemble de l'économie nationale s'en ressent et la situation monétaire empire. Ce qui fait que le problème du paiement d'une dette extérieure est plus souvent un problème de transfert qu'un problème budgétaire.

La guerre et ses effets ont eu pour résultat d'augmenter considérablement le total de la dette publique. Mais par suite des annexions de territoires reconnues dans les traités de paix, qui ont élevé le chiffre de la population, sa valeur par tête d'habitant s'en est trouvée réduite. Par contre, le déplacement des frontières a imposé aux Etats successeurs l'obligation d'assumer une part du fardeau des dettes anciennes. C'est ainsi que la Roumanie et la Yougoslavie ont dû assumer une partie des dettes de l'ancienne monarchie austro-hongroise et que la Bulgarie, la Grèce et la Yougoslavie ont succédé à l'Empire Ottoman pour les portions de territoires à eux dévolues.

Les dépenses affectées au service de la dette ne comprennent pas seulement le montant des intérêts, mais aussi la fraction destinée à l'amortissement du capital. Le rapport du service complet de la Dette (intérêts et amortissements) avec le capital nominal de celle-ci était en 1930 de : 5,60 0/0 en Bulgarie ; 9,66 0/0 en Grèce ; 4,25 0/0 en Roumanie. Le degré actuel de ce rapport — surtout en Grèce — doit être attribué au taux élevé des intérêts qui pèsent sur les emprunts d'après-guerre. Celui-ci était avant guerre de 4,5 0/0 à 5 0/0 en Bulgarie, Ser-

bie, Roumanie et de 2,5 0/0 à 4 0/0 en Grèce. Après la guerre, les taux d'intérêt effectif oscillaient entre 8 0/0 et 10 0/0, soit le double. L'analyse des intérêts et des amortissements du service de la Dette bulgare et grecque donne les chiffres suivants :

|                | Intérêts | Amortissements |
|----------------|----------|----------------|
| Bulgarie ..... | 78       | 20             |
| Grèce .....    | 69,6     | 30,4           |

Quelle que soit l'importance de la dette publique et de son service, il n'apparaît pas qu'il faille y chercher la cause des difficultés budgétaires des pays Balkaniques. La charge par tête d'habitant y est assez faible et le pourcentage des dépenses de la dette par rapport au total des dépenses, modérés. Il convient toutefois de faire exception pour la Grèce.

L'origine des difficultés budgétaires doit donc être recherchée ailleurs, notamment dans l'importance des dépenses pour l'outillage national, la Santé et l'Instruction publique et en général, l'Administration, la Justice, la Diplomatie, ainsi que les dépenses pour l'application de la politique sociale de l'Etat.

Il est difficile d'apprécier si ces dépenses tant civiles que militaires sont exagérées, étant donné que les éléments d'appréciation nous manquent. Nous nous bornerons à constater qu'elles absorbent 72,1 0/0 du montant total en Bulgarie ; 63,9 0/0 en Grèce ; 82,4 0/0 en Roumanie et 88,1 0/0 en Yougoslavie. Ceci permet de supposer qu'une amélioration aux difficultés budgétaires pourrait être cherchée dans un nouvel aménagement de ces dépenses. Mais ceci pose à la fois la question de la gestion des finances publiques et celle des méthodes suivies pour rétablir l'équilibre budgétaire.

Le déséquilibre budgétaire est bien le fait d'une insuffisance des revenus publics, en égard au montant total des dépenses. Mais ni le montant des revenus, ni le montant des dépenses ne sont des constantes. L'ajustement de l'un à l'autre implique un effort d'adaptation qui ne peut être réalisé que par l'observation de certains principes reconnus indispensables à une saine gestion des finances publiques. C'est en ce sens que l'on peut dire que la capacité de paiement d'un Etat débiteur dépend de sa bonne foi et de sa volonté de payer. On pourrait presque dire qu'elle se mesure à celle-ci. La méconnaissance de ces principes est à l'origine des difficultés budgétaires des pays Balkaniques. Cela est si vrai que, lorsqu'un pays comme la Yougoslavie s'astreint à un vigoureux effort d'assainissement financier et, par ses propres moyens, il obtient des résultats remarquables et, ce, sans que sa situation économique soit plus favorable.

On trouve dans le rapport de M. Rist, du mois de mai 1932, sur les finances roumaines, l'exposé des pratiques qui ont conduit à la situation actuelle du budget et de la Trésorerie en Roumanie. Les rapports du Comité Financier de la Société des Nations nous renseignent abondamment sur la Bulgarie et la Grèce. Il est curieux de constater la similitude des observations et des critiques.

Appelé à découvrir les causes du déficit en Roumanie, M. Rist constate qu'elles sont toutes essentiellement dues à la méconnaissance des règles de sauvegarde inscrites dans le budget à la demande du conseiller technique près la Banque Nationale et approuvées par tous les ministres des finances. Ces règles étaient destinées à empêcher que les dépenses ne dépassent les recettes effectives et

à permettre, par une bonne organisation des finances publiques, que la situation soit toujours claire et connue. Il faut incriminer la méthode de préparation et d'exécution du budget.

#### A) *Préparation*

Les budgets font toujours état de recettes systématiquement surélevées. A titre d'exemple, les recettes prévues en Roumanie en 1928, pour 38.500 millions de lei ; n'ont été effectivement que de 32.767 millions de lei ; en 1931, les évaluations étaient de 35.986 millions de lei et les recettes effectives n'atteignirent que 27.617 millions. On pourrait multiplier les exemples. Cette surévaluation est même à l'état chronique en Bulgarie. Par ailleurs, les dépenses indispensables et prévues par la loi ne sont pas toujours inscrites, pour faire place à des dépenses nouvelles, ou sont dotées de crédits inférieurs à leur montant. Elles reparaissent plus tard comme arriérés.

Signalons encore la multiplicité des budgets spéciaux. Outre la Caisse des Monopoles, la Roumanie ne comptait pas moins en 1932, de sept Régies et Caisses autonomes, neuf Directions avec un budget spécial, un budget extraordinaire, sans parler des trois budgets spéciaux des P.T.T., des Chemins de fer et des Pensions. En Bulgarie, la dispersion des comptes budgétaires n'est pas moins grave. Il existe, en dehors du budget général, un certain nombre de fonds spéciaux et de budgets autonomes alimentés, parfois en partie par des libéralités privées, mais aussi par des taxes à affectation spéciale et même par des subventions du budget général ; et tous ces fonds échappent au contrôle du ministre des finances. Si l'autorité qui administre ces fonds se livre à des enga-

gements de dépenses qui dépassent les ressources affectées, le ministre des finances risque de voir apparaître en cours d'exercice des exigibilités non couvertes par les ressources des fonds mais qui trouvant leur origine dans un contrat public ayant pour objet un service public, lui imposent plus ou moins la nécessité de demander des crédits supplémentaires pour couvrir des engagements sur lesquels aucun contrôle ne peut être exercé.

### B) *Exécution*

L'exécution du budget n'est pas moins défectueuse. En ce qui concerne le recouvrement des recettes, nous avons déjà signalé la faiblesse du service fiscal. Celle-ci provient généralement de l'absence d'un statut susceptible d'améliorer les garanties de recrutement, d'avancement et de stabilité du personnel. La perception des revenus n'est pas de la sorte assurée avec la rigueur nécessaire. Il n'est pas rare de voir, comme en Bulgarie, des retards de dix ans et plus dans le recouvrement de certains impôts.

En ce qui concerne les dépenses, l'absence presque générale de contrôle sur les engagements entraîne des dépassements fréquents de crédits. La Direction du mouvement général des Fonds ne remplit qu'imparfaitement son rôle, car elle ne s'est pas suffisamment inspirée de son but qui est de maintenir rigoureusement l'équilibre budgétaire par le contrôle des dépenses, exercé au moyen de son visa sur tous les ordonnancements.

C'est en un mot, le fonctionnement de la comptabilité publique qui s'avère défectueux, non que les règles en soient mauvaises, mais parce qu'elles sont mal appliquées.

De plus, on n'a pas su tirer tout le parti désirable du système fiscal existant. Des améliorations ont toutefois été apportées ; la Bulgarie a relevé les droits d'importation et l'impôt sur les tabacs notamment. La Grèce a opéré l'élévation du coefficient de calcul des droits de douane, majoré le prix des taxes postales et des produits des monopoles. Mais l'effet de ces mesures a été soit insuffisant, soit contrarié par des mesures opposées. C'est ainsi qu'en 1932, la Roumanie a détaxé le vin et la bière et que les modifications apportées aux lois concernant les taxes sur l'alcool ont eu pour résultat de faire tomber leur produit de 1.875 millions de 1927 à 437 millions en 1931. En avril 1934, elle a supprimé l'impôt global sur le revenu. La Bulgarie de même a réduit d'une façon importante l'impôt foncier contribuant ainsi à accroître la catégorie déjà nombreuse de contribuables bénéficiant d'exemption. Enfin la taxe sur le chiffre d'affaire n'a toujours pas été établie en Grèce, ni en Bulgarie. On n'en finirait pas d'énumérer les pratiques plus ou moins heureuses employées par les pays Balkaniques pour renforcer le produit des différentes contributions ; et leur énumération serait fastidieuse, d'autant plus qu'il faudrait les suivre pour chaque pays dans l'ordre chronologique de leur établissement.

Signalons toutefois le recours abusif aux recettes extraordinaires qui apportent un allègement momentané aux difficultés budgétaires, mais qui laissent subsister les causes du déficit, car elles ne s'appliquent pas à y remédier. Parmi celles-ci, il faut mentionner les bénéfices résultant de la frappe des monnaies divisionnaires — procédé employé en Bulgarie — et l'utilisation pour les besoins du Trésor des sommes en monnaies nationales qui étaient

destinées au règlement de la Dette, mais qui n'ayant pu être transférées, faute de devises, demeuraient bloquées à un compte spécial à la Banque Nationale. Ce procédé a été partout employé : contre remise de ces sommes au Trésor, il était délivré des Bons du Trésor avec ou sans intérêt, cessibles ou incessibles. Les créanciers ont même donné leur approbation, comme nous le verrons ultérieurement, à ce procédé qui constitue un moyen détourné d'emprunt.

L'action de redressement n'a pas porté uniquement sur l'amélioration des recettes budgétaires, mais aussi sur la révision de ce qu'on est convenu d'appeler les dépenses nécessaires « ou le train de vie de l'Etat ». Il semble bien qu'en ce domaine on ait agi avec plus de rigueur que de discernement. Les traitements des fonctionnaires et les pensions ont subi des amputations considérables, inégales ailleurs. L'exemple de la Yougoslavie est typique à cet égard (1). Les dépenses militaires sont également réduites, mais la réduction provient plutôt de l'abaissement de la solde des officiers que d'une réduction des dépenses de matériel. Par contre, les réformes des services administratifs, seules susceptibles d'apporter de substantielles économies, ont été indéfiniment retardées. Les dépenses en vue de l'outillage économique ont souvent été accrues, comme c'est le cas pour la Grèce et la Roumanie ; et la généralisation du chômage a entraîné une élévation du coût des services sociaux, particulièrement des dépenses d'assistance. Enfin les lois établissant le moratoire des dettes intérieures en Bulgarie, Roumanie

(1) Les président de Conseil d'Etat, de la Cour de Cassation et de la Cour des Comptes touchent environ 3.000 francs par mois un directeur de ministère 2.700 francs, un professeur retraité d'avant guerre 70 par mois, sa veuve 15 francs par mois.

et Yougoslavie ont conduit ces pays à la nécessité de renflouer les banques défailantes que ces lois avaient sévèrement atteintes. Les seules mesures vraiment efficaces pour l'équilibre du budget sont celles qui ont entraîné une réduction de la dette publique. C'était pourtant les dernières à employer.

---

## PARAGRAPHE II

### *Les finances publiques et la crise*

Les difficultés budgétaires dont nous venons de retracer les origines profondes ne sauraient cependant être envisagées indépendamment des conditions économiques générales. Non pas certes qu'il y ait un déterminisme absolu, une relation de cause à effet, entre la situation de l'activité économique et celle de finances publiques. La question est, on le sait, plus complexe puisque l'équilibre budgétaire dépend pour beaucoup de facteurs volontaires. Mais il n'est pas douteux que les effets de la crise économique ont entravé et même empêché l'effort de redressement financier.

Les finances publiques des pays Balkaniques, pour les raisons qui ont été examinées, n'ont jamais présenté un très grand degré de prospérité. Mais lorsque les prix ont baissé, d'abord régulièrement en 1929, puis abruptement après octobre de cette même année, les difficultés se sont beaucoup aggravées par suite de la désorganisation de la production et du commerce qui en est résultée. La situation critique du commerce a eu d'abord pour effet d'exercer une pression dans le sens de l'augmentation des dépenses de l'Etat, notamment de celles afférentes aux

services sociaux. Néanmoins la baisse des prix et la diminution de l'activité commerciale n'ont pas tardé à réduire le montant des recettes tirées de l'impôt, tandis que le coût du service des Dettes et des autres dépenses qui sont fixées par contrat en termes monétaires restaient les mêmes. Les recettes provenant des impôts directs prises dans leur ensemble, diminuent à mesure que diminuent les bénéfices et les revenus des particuliers. Le produit des droits de douane et d'accise décroît à mesure que décroît le commerce extérieur et que se propage le chômage : d'où une diminution progressive et générale des recettes. Des déficits apparaissent qu'il faut combler par des charges fiscales nouvelles ou par des économies ou par des emprunts.

Pour pouvoir se procurer les fonds nécessaires par la voie d'impositions nouvelles, en temps de crise, il faut non seulement un esprit public développé, mais encore de la souplesse dans le système fiscal ; de plus, dans de nombreux cas, toute possibilité d'extension avait été presque entièrement anéantie par une imposition considérable et prolongée. D'autre part, les économies sont d'une réalisation difficile.

Tous ces évènements survenus dans le domaine des finances publiques des pays Balkaniques mériteraient d'être examinée en détail. Malheureusement ils sont difficiles à analyser, parce que dans la plupart des cas, on ne dispose pas de comptes clos donnant une idée fidèle de la réalité et que l'on ne pourra pas en disposer avant fort longtemps. Le mieux que l'on puisse faire est d'étudier quelques-uns des facteurs les plus saillants de la situation dans les pays Balkaniques.

La caractéristique essentielle des finances publiques

pendant la crise a été la difficulté extraordinaire que l'on a éprouvée à adapter les recettes et les dépenses de l'Etat à la diminution considérable des revenus nationaux. Les revenus nationaux, ce terme étant employé comme signifiant la valeur globale des marchandises et services dont bénéficie l'ensemble de la nation ont baissé dans des proportions considérables en fait, et davantage encore en valeur nominale. En Roumanie, on évalue la diminution à 36 0/0 en 1931. La baisse s'est poursuivie en 1932 et en 1933, portant à 53 0/0 le chiffre relatif à ce pays. En Grèce, entre 1928 et 1933, le chiffre a baissé de plus de 30 0/0. On ne possède pas de chiffres pour la Bulgarie et la Yougoslavie, mais ils sont certainement voisins de ceux enregistrés pour la Roumanie. D'une façon générale, la baisse générale des revenus a été au minimum de 40 0/0 entre 1929 et 1934.

Si les dépenses de l'Etat qui représentaient avant la crise un cinquième du revenu national s'étaient maintenues à leur ancien niveau, elles représenteraient 33 0/0 du revenu total, de sorte que la part restant entre les mains des particuliers se trouverait aujourd'hui réduite de moitié. En fait elles n'ont pu être maintenues à ce niveau ; elles ont déchu d'environ 30 0/0 ; de sorte que le revenu net des particuliers n'est que de 57,5 0/0 de ce qu'il était avant la crise, soit une baisse de 42,5 0/0.

Cette baisse prodigieuse du revenu national des pays Balkaniques explique à la fois la diminution survenue dans les recettes de l'Etat et les difficultés éprouvées pour trouver de nouvelles sources d'imposition. Mais la diminution des recettes publiques est quelque peu masquée par le fait que le taux des impôts a été majoré, de nouveaux impôts introduits et les méthodes de perception rendues

plus sévères. Et c'est pourquoi l'on ne voit pas — tout au moins dans les estimations budgétaires, car on ne possède pas encore les comptes clos — les recettes publiques décroître dans une proportion analogue à celle du revenu national (en millions de la monnaie nationale).

|                 | Bulgarie | Grèce   | Roumanie | Yougoslavie (1) (2) |
|-----------------|----------|---------|----------|---------------------|
| 1930-31 (1) ... | 5.655,2  | 10.220  | 31.155,2 | 8.476               |
| 1931-32 (1) ... | 5.370    | 9.121,1 | 24.850,5 | 8.522               |
| 1932-33 (2) ... | 6.000    | 8.436,3 | 25.429,4 | 7.575               |
| 1933-34 (2) ... | 5.205,5  | 7.716,8 | —        | 6.989,9             |
| 1934-35 (2) ... | —        | —       | 20.500   | —                   |

Même lorsqu'on examine un impôt d'une catégorie, ces changements empêchent de voir la situation véritable. On donnera peut-être une idée du degré de complication que la dépression a introduite dans les problèmes de la Trésorerie par cet exemple. La valeur totale des importations balkaniques est tombée en 1932 à moins de 40 o/o de ce qu'elle était en 1929. La diminution des recettes douanières a naturellement subi le contre coup de l'imposition de nouveaux droits de douane et de l'augmentation des droits existants. Elle a suivant les circonstances était supérieure ou inférieure à ce qu'elle aurait été effectivement, si les tarifs douaniers n'avaient subi aucune modification. Tout dépend du taux auquel se trouvaient les tarifs avant l'élévation. Dans les pays à tarifs peu élevés, l'élasticité étant plus grande, l'augmentation des tarifs a réussi à accroître les recettes provenant des droits de douane. Par contre, là où les tarifs étaient les plus élevés, l'augmentation des droits de douane a déterminé une diminution plutôt qu'un accroissement des recettes, parce que les limites de la capacité de l'imposition ont été atteintes.

(1) Comptes clos.

(2) Estimations.

(3) Andréadès, *op. cit.*

tes ou dépassées. L'exemple de la Bulgarie fournit la confirmation de cette assertion. Celle-ci a cru devoir procéder en novembre 1931 et mai 1932, à deux relèvements de tarifs portant sur les importations destinées à l'industrie nationale. Il en est résulté une diminution des importations que laissait prévoir la pénurie de moyens de transfert, et qui s'est chiffrée à 27 0/0 en valeur d'un exercice à l'autre. Les moins-values des recettes douanières ont ainsi atteint durant l'exercice 1932-33 9 0/0 par rapport à l'exercice précédent et plus de 14 0/0 par rapport aux évaluations.

La tendance plus forte encore à une diminution du rendement des contributions directes n'est pas aussi facile à illustrer. Mais il n'est pas douteux que l'imposition directe des revenus de particuliers ou de sociétés aurait donné des résultats bien inférieurs aux résultats réels, à la fois parce que la moyenne des revenus a été plus basse et parce qu'une proportion plus importante des revenus a passé dans la catégorie des revenus passibles des taux les plus bas d'imposition que ce n'eût été le cas si l'on n'avait majoré les taux, révisé les barêmes, abaissé le minimum imposable, réduit les exemptions et amélioré les méthodes de perception. Il n'empêche que le rendement des impôts directs a baissé dans tous les pays balkaniques.

---

## CHAPITRE II

### LES DIFFICULTES DE TRANSFERT DANS LES PAYS BALKANIQUES

Quand bien même les pays Balkaniques auraient rigoureusement rétabli l'équilibre de leur budget par la création de ressources nouvelles et la réduction des dépenses, que le chapitre de la dette publique aurait été dûment doté des crédits nécessaires pour assurer le service plein des annuités, le problème du paiement de la dette extérieure n'en serait pas pour autant résolu. Il le serait si tous les porteurs de leurs fonds publics étaient des nationaux relevant de leur autorité ; car l'Etat débiteur s'acquitterait valablement à leur égard en leur versant une certaine somme dans la monnaie qui a cours sur son territoire ; en l'espèce, ce serait des versements en levass, en drachmes, en lei, ou en dinars. Mais l'on connaît la proportion assez faible que ces porteurs indigènes représentent dans l'ensemble des créanciers de l'Etat : 26,5 0/0 en Bulgarie ; 24,4 0/0 en Grèce ; 11,3 0/0 en Roumanie ; 15,6 0/0 en Yougoslavie, soit des proportions allant de 1/10 à 1/4 suivant les pays. La grosse majorité des porteurs de fonds publics balkaniques est constituée par des étrangers, des Anglais, des Français, des Hollandais, des Belges, des Suisses, des Italiens, etc... Or, ceux-ci ne sauraient s'accommoder d'un paiement en une monnaie dont ils ne sauraient que faire chez eux. Ce qui leur importe, c'est au moment où ils encaissent leurs cou-

pons, de recevoir les livres, les francs, les florins ou les liras qui ont été stipulées dans le contrat d'emprunt.

Il faudra donc que chacun des Etats débiteurs échange sa propre monnaie contre l'une des devises précitées. Il y aura lieu à une opération de change. Tout sera pour le mieux s'il peut librement se les procurer et dans des quantités suffisantes. Mais en fait les choses ne se passent guère aussi simplement. Les devises étrangères ne s'achètent pas comme des timbres postes. Leur quantité peut se trouver limitée et en outre, elles peuvent ne pas être disponibles pour le paiement de la dette extérieure. Or, ce sont là précisément deux des obstacles principaux rencontrés par les pays balkaniques et qui se sont opposés au transfert des sommes dues à l'étranger. Il convient donc de les examiner dans deux sections que l'on peut intituler : 1° La pénurie des devises et 2° L'indisponibilité des devises existantes.

---

## SECTION I

### LA PÉNURIE DES DEVICES

La pénurie des devises cela s'entend d'une insuffisance des moyens de change que l'on est convenu d'appeler les effets de commerce et qui comprennent essentiellement les lettres de change, les billets à ordre, les connaissements, les chartes-parties, etc... Ce ne sont pas les seuls instruments qui servent au transfert des dettes extérieures. L'or et les valeurs mobilières jouent encore un rôle important dans les paiements extérieurs. Mais comme l'or a en outre, pour rôle de servir de garantie à la circulation fidu-

ciaire à l'intérieur du pays, la question de son emploi dans les règlements internationaux est conditionnée par la nécessité de maintenir la valeur de la monnaie. L'exportation peut alors en être interdite avec plus ou moins de rigueur. Dans ce cas, il s'agit plus d'une indisponibilité de l'encaisse métallique que d'une insuffisance de celle-ci. Ce qui n'empêche pas, comme on le verra par la suite, que son importance ne suffirait pas à effectuer tous les paiements extérieurs.

Les effets de commerce constituent donc le truchement habituel et normal du paiement d'une dette extérieure. Pour se les procurer l'état débiteur s'adressera soit au marché monétaire national, soit à des places étrangères. Mais quel que soit le lieu de leur achat, le règlement de la dette s'effectuera toujours dans la monnaie nationale du créancier ou du porteur de fonds d'Etat.

Il reste à déterminer les raisons pour lesquelles les Etats débiteurs et particulièrement les Etats Balkaniques peuvent se heurter à une pénurie de devises étrangères, quand ils ont à effectuer le service de leurs dettes. On sait que les éléments qui commandent aux offres et aux demandes de devises sur le marché tiennent essentiellement à la balance des comptes et aux mouvements de capitaux. Pour que la contre-partie à cette demande de devises de la part des pays Balkaniques puisse se faire, il faut qu'il y ait eu préalablement une exportation de marchandises qui ait donné naissance à des créances sur l'étranger. La nature des exportations varie suivant les conditions naturelles de la production de chaque pays : pour certains, ce sont des produits agricoles, pour d'autres, des matières premières, pour d'autres enfin, des produits semi-ouvrés ou manufacturés. La terminologie

économique désigne sous le nom « d'éléments visibles » de la balance des comptes l'exportation et l'importation de marchandises parce que leur importance peut être chiffrée assez exactement par la statistique.

Mais les créances et les dettes internationales ne résultent pas seulement des échanges de marchandises. Car à côté des « éléments visibles » il existe des « éléments invisibles », difficiles à évaluer, au premier rang desquels il faut ranger les services qui mettent en rapport des individus de nationalités différentes, puis les dépenses des touristes, les remises des émigrants à leur famille, les donations, etc...

L'exportation de marchandise et de services constitue l'unique source capable d'alimenter d'une façon régulière des paiements internationaux soit privés, soit publics. Il se peut cependant que ni l'une ni l'autre ne fournisse une quantité suffisante de devises. Les mouvements de capitaux viennent alors compenser le déséquilibre momentané qui s'est produit dans l'offre et la demande de devises. Mais la durée de leur action ne saurait être illimitée. Elle doit seulement permettre de préparer l'adaptation nouvelle qui rétablira l'équilibre de la balance des comptes par un accroissement de l'exportation des marchandises et des services. L'on arrive à cette conclusion qu'un pays dans l'obligation d'effectuer le règlement d'une dette extérieure ne peut le faire que par une exportation accru de marchandises ou que par la réalisation d'un gain plus important au chapitre des services.

C'est là schématiquement exposé le mécanisme général des paiements internationaux. Il est valable pour tous les temps et pour tous les pays dont l'économie est saine ; mais il ne s'applique plus qu'imparfaitement dans

les cas pathologiques dont les pays Balkaniques fournissent un remarquable exemple. a) La chute des prix et les entraves de toutes natures apportées à leur commerce d'exportation ont eu pour résultat de réduire considérablement la marge de devises qu'ils étaient en droit d'attendre d'un surplus d'exportation. b) En outre, les services internationaux n'ont jamais constitué pour ces pays une source de revenus appréciable. c) Enfin le retrait des crédits à court terme à partir de juin 1931 et l'arrêt des mouvements de capitaux qui a suivi, ont tari une des sources principales qui assurait jusqu'alors l'équilibre de leur balance des paiements.

1° *La faiblesse des revenus invisibles ou des services rendus à l'étranger*

Il est un fait qui frappe particulièrement quand on examine la capacité de transfert des pays Balkaniques, si toutefois nous faisons exception pour la Grèce — c'est la faiblesse des éléments dits « invisibles » de leur balance des comptes. On sait qu'il faut entendre par là principalement les services rendus à l'étranger. Pour la commodité on assimilera aux créances nées des services celles qui naissent des mouvements de personnes, comme les dépenses effectuées sur le territoire par les touristes étrangers et les envois d'argent par les émigrants dans leur pays d'origine. Car, après tout, l'hospitalité accordée aux touristes et le prêt de la main-d'œuvre nationale ou d'un personnel de techniciens répond bien à une certaine nature de services.

Parmi les services internationaux, il faut comprendre le transport des marchandises ou des personnes par

terre ou par mer, les commissions des banques et autres, les services financiers, les assurances, enfin les services divers, tels que les dons, les expertises, les consultations, etc... Il serait inutile d'examiner pour chaque service et pour chacun de ces pays les relevés qui nous sont fournis annuellement dans le volume publié par la Société des Nations, et intitulé « La Balance des Payements ». L'examen des principaux chapitres suffira et l'on indiquera en même temps les causes de leur faiblesse.

### *Tourisme*

On connaît la place importante qu'occupent dans la balance des comptes, des pays comme la France, l'Italie ou le Canada, les revenus tirés du tourisme. Dans le cas des pays Balkaniques, leur importance est négligeable. Seule la Grèce retire un avantage appréciable de la renommée mondiale de ses sites antiques. Ainsi en 1929, les dépenses effectuées par les touristes étrangers se sont élevées à 456.000 livres sterling et 546.000 livres sterling en 1932, après n'avoir laissé qu'un solde de 17.000 livres sterling en 1931. Pour la Yougoslavie, la réglementation des changes en Europe Centrale a fait tomber les ressources touristiques normales de régions comme la Slovénie et la Dalmatie de 419 millions de dinars en 1929 à 225 en 1931 et 40 millions en 1932. Enfin la Bulgarie non seulement ne retire aucun profit du tourisme, mais encore les dépenses effectuées par les Bulgares qui se rendent à l'étranger sont supérieures.

### *Remise des Émigrants*

Le chapitre des remises de fonds par les émigrants est plus important. La raison en est le grand nombre des

sujets balkaniques qui doivent émigrer chaque année en raison de la surpopulation qui règne dans ces pays. De 1924 à 1930, les envois ont varié de 600.000 à 1 million de dollars pour la Bulgarie ; de 35 millions de dollars à 40 millions pour la Grèce ; de 3 à 5 millions de dollars pour la Roumanie ; et de 13 à 17 millions de dollars pour la Yougoslavie. Il n'est pas douteux que le développement du chômage dans les pays industriels où s'expatriaient les émigrants balkaniques, a abaissé le montant de ces remises annuelles.

### *Assurances — Banques*

Il y a peu de choses à dire sur les ressources que les pays Balkaniques retirent de leurs services en qualité d'assureurs ou de banquiers. Quand on connaît la renommée des compagnies d'assurances britanniques, allemandes, ou américaines et tout ce que suppose d'organisation puissante et solide l'existence de pareilles sociétés, on comprend facilement qu'il ne vienne à l'idée de personne de contracter une assurance dans l'un quelconque des pays Balkaniques. Ceux-ci pourraient-ils mieux posséder des places financières, des marchés de capitaux importants ? L'absence presque complète de capitaux d'épargne dans le pays constitue un empêchement dirimant au commerce bancaire. Ni les assurances, ni les services bancaires ne figurent à l'actif de la balance des comptes des pays balkaniques.

### *Transports*

Le trafic maritime est de tous les moyens de transport le plus important comme source de rentrées de devises étrangères dans les pays Balkaniques. Encore n'intéresse-

t-il guère que la Grèce. Il figure dans les postes invisibles de la balance des comptes de celle-ci pour un montant net d'environ 1.000.000 de livres sterling or. La marine hellénique a connu un développement rapide que favorisait sa position géographique sur différentes mers. Le tarif assez bas des frêts a permis aux navires grecs de faire concurrence aux navires d'autres nationalités, même pendant la période de crise. Bien loin derrière elle, vient la marine marchande Bulgare avec un revenu net annuel de l'ordre de 40 millions de lévas. Quant à la marine Yougoslave, elle éprouve de grandes difficultés pour rivaliser avec l'armement Italien de l'autre côté de l'Adriatique.

Ainsi à part la Grèce qui tirait d'appréciables revenus en monnaies étrangères de son trafic maritime, du tourisme et des remises de fonds des émigrants, la caractéristique essentielle de la balance des comptes des pays Balkaniques est la très grande faiblesse de ces revenus invisibles. Il s'agit là d'une faiblesse chronique et structurelle qu'ont encore accentuée les développements successifs de la crise depuis 1930. Le plus grave pour eux est qu'ils ne peuvent guère espérer une amélioration profonde de cet état de choses. Car on doit observer que les services internationaux ont une certaine rigidité que ne présentent pas les échanges de marchandises. Il est beaucoup plus aisé de développer les exportations de marchandises que d'accroître les créances qui ont à leur origine des services internationaux. Le peu d'engouement qui s'est manifesté jusqu'à présent pour ces pays et l'absence d'une industrie hôtelière bien organisée ont écarté les touristes étrangers. Les restrictions à l'immigration qui se sont généralisées dans tous les pays et principalement aux Etats-Unis,

débouché de prédilection de l'émigration Balkanique, influent sur les envois et les remises de fonds. La création d'une marine marchande ne s'improvise pas. Le développement du transit terrestre dépend de la position géographique des régions qui en bénéficient. Enfin les services financiers supposent des capitaux et une organisation technique très poussée qui ne peut être le fruit que de longues années de pratique.

Dans ces conditions l'absence de souplesse des gains qui proviennent des services internationaux ne permet guère d'attendre de ceux-ci le rétablissement de la balance des comptes des pays balkaniques, ni un accroissement des revenus perçus de ce chef, pour faciliter le payement de leurs dettes extérieures.

*2° Le retrait des crédits à court terme en 1931. — L'arrêt des mouvements de capitaux — Le moratoire Hoover*

Au cours des dernières années, particulièrement depuis 1924, le service extérieur de la dette publique des pays Balkaniques fut grandement facilité par un afflux incessant de devises étrangères à la suite de nombreux emprunts contractés par eux. Cet afflux de capitaux provenait de deux sources : a) d'une part, de nombreux emprunts à long terme émis sur les grandes places financières d'Europe et des Etats-Unis. — b) de l'autre, de ces capitaux essentiellement mobiles et migrants que constituent les crédits à court terme, tantôt courant de place en place à la recherche d'un intérêt élevé, tantôt s'enfuyant à la première algarade des monnaies.

S'il est possible d'établir d'une façon précise l'origine et l'importance de ces devises apportées dans chacun

des pays Balkaniques par les emprunts à long terme, par contre il est difficile d'évaluer les ressources en devises qui proviennent des crédits à court terme. Pour les premières il suffit de se référer aux montants qui furent souscrits sur les différentes places d'émission. Pour les secondes leur évaluation ne peut être faite d'une façon approximative qu'au moyen d'une déduction : on admet qu'elle correspond à peu près au déficit annuel de la balance des paiements, diminué du montant couvert par l'apport des devises étrangères provenant des emprunts à long terme. Mais la balance des paiements d'un pays est elle-même bien difficile à établir.

Tous les pays Balkaniques n'ont pas bénéficié au même degré de ces investissements de capitaux, soit à long terme soit à court terme. La Grèce là encore occupe une place prépondérante.

### Grèce

Elle doit même à l'abondance de ces investissements d'avoir pu maintenir son niveau d'existence jusqu'en 1932. On évalue que, depuis la date de l'émission de l'emprunt de stabilisation de 1928 jusqu'à 1931 inclus, elle a contracté une charge additionnelle d'environ 340 millions de drachmes stabilisées représentant 1/6<sup>e</sup> du total du service de la dette extérieure.

Le solde des capitaux entrés s'élève à 9.175.000 livres sterling en 1929 — 7.042.000 en 1930 — 7.569.000 en 1931 et 2.375.000 en 1932. Le rapport du Comité Financier de la Société des Nations (1) les classe en deux catégories : *a*) les crédits bancaires et *b*)

(1) Mai 1933.

les capitaux provenant de l'assistance étrangère. a) Les crédits bancaires ainsi octroyés se sont élevés à 3.120.000 livres sterling en 1929 — 2.470.000 en 1930 — et 685.000 en 1931. A partir de 1932 on constate non seulement un arrêt complet de cette forme de crédits mais encore un retrait s'élevant pour cette année là à 669.000 livres sterling.

b) Les capitaux fournis par l'assistance étrangère se sont introduits sous deux formes : 1) par l'intermédiaire de la Banque Nationale : 3.029.000 livres sterling en 1929 — 6.184.000 en 1930 — 2.653.000 en 1931 — et 49.000 en 1932. 2) par l'intermédiaire du marché : 2.857.000 livres sterling en 1929 — 2.049.000 en 1930 — 4.700.000 en 1931 et 677.000 en 1932.

On voit ainsi l'arrêt brutal des importations de capitaux étrangers en 1932. Il s'est continué en 1933.

### *Bulgarie (1)*

1) Les placements à long terme de capitaux étrangers effectués entre 1928 et 1931 se sont élevés à 159 millions de levas en 1928 — 246 en 1929 — 175 en 1930 — et 37 seulement en 1931.

2) En ce qui concerne les crédits en devises étrangères reçus par la Banque Nationale, leur entrée après avoir été de 1.667 millions de levas en 1929 est tombée à 415 millions en 1930 et 534 millions en 1931.

3) Par contre le montant net des crédits à court terme, entrés par d'autres voies que celle de la Banque Nationale, après avoir présenté un solde positif de 392 millions de levas en 1928 et de 446 millions en 1929,

(1) Rapport du Commissaire de la Société des Nations en Bulgarie.

est devenu négatif à partir de 1930. Ce qui indique un retrait de capitaux à court terme, évalué à 1.019 millions de levas en 1930 — et 520 millions en 1931.

### *Roumanie et Yougoslavie*

Les renseignements précis font défaut en ce qui concerne ces deux pays. Cependant les crédits à court terme, consentis par les établissements financiers étrangers aux banques Serbes (1), sont évalués à 600 ou 700 millions de dinars par an. Dans ce montant il faut comprendre et les avances proprement dites en devises étrangères appréciées (livres, dollars, francs français ou suisses) accordées pour une durée de trois mois par l'intermédiaire des courtiers et les crédits d'acceptation. En outre la Yougoslavie a bénéficié en 1931 du produit de l'emprunt de stabilisation d'un montant de 1.025 millions de francs.

En Roumanie les investissements des capitaux à long terme n'ont pas été considérables jusqu'en 1929. La politique gouvernementale tendait plutôt à les refuser pour éviter une immixtion trop grande de l'étranger dans la vie économique du pays. En 1929 un revirement se manifesta dans cette politique ; mais à ce moment là l'aggravation de la situation économique s'opposa à un afflux important de capitaux. Néanmoins la Roumanie bénéficia du produit des deux emprunts de 1929 et 1931.

D'une façon générale les investissements de capitaux, soit à long terme soit à court terme, se sont prolongés jusqu'en 1931 dans les pays Balkaniques, alors que, pour les pays emprunteurs extra-européens, le resserrement des crédits s'était manifesté dès 1928, à la suite

(1) Milorad Tomitch, « Le marché monétaire et financier en Yougoslavie ». Thèse, Paris, 1933.

d'une part de la stabilisation du franc qui avait provoqué le rapatriement des avoirs français et d'autre part du « boom » de 1929 aux Etats-Unis qui avait dirigé une grande partie des capitaux vers le marché américain.

Ce fut la déconfiture retentissante du « Crédit Anstalt » autrichien, au mois de juin 1931, qui marqua non seulement l'arrêt des importations de capitaux, mais aussi leur retrait immédiat. Pour comprendre les répercussions de la chute de cet important établissement bancaire viennois, il faut se rappeler que de très longue date les place de Vienne, de Budapest et de Berlin sont les banquiers naturels des pays Balkaniques. Les crédits qu'elles avancent à ceux-ci proviennent pour leur plus grande part d'avances qui leur ont été faites par les marchés britanniques et américains. Elles servent donc d'intermédiaires ducroire entre les pays grands exportateurs de capitaux et les pays importateurs de l'Europe sud-orientale.

Quand fut connue la situation défavorable du Crédit Anstalt, il se produisit un important retrait de capitaux à court terme à Vienne, provoqué par le rapatriement des avoirs Anglo-Saxons. La panique gagna rapidement Berlin et Budapesth. Pour l'enrayer les marchés des pays de l'Europe Centrale exigèrent de leurs débiteurs balkaniques le remboursement des avances consenties. Mais cette exigence devait porter une très grave atteinte au système monétaire et bancaire des pays Balkaniques. En effet les crédits ayant été investis en majorité en des placements à long terme, conformément à la pratique des banques Balkaniques, ne présentaient plus une liquidité suffisante. Les banques d'émissions Balkaniques furent placées dans une fâcheuse posture : d'autant plus qu'à ces demandes

étrangères s'ajoutaient des exportations de capitaux à l'intérieur même des pays, causées par l'inquiétude de certains capitalistes sur l'avenir de la monnaie.

Au prix d'importants prélèvements sur les réserves des Banques Nationales (1), ces remboursements purent néanmoins être effectués ou firent l'objet d'accords de prolongation. Mais l'alerte avait été grande et les capitaux Anglo-Saxons instruits par une expérience cuisante ne devaient plus reprendre le chemin d'une Europe en proie à des difficultés monétaires et politiques sans cesse croissantes. Ni le marché français, ni ceux des Pays-Bas, de Belgique ou de Suisse ne consentirent à prendre une place que la défaillance des banquiers habituels rendait vacante. Les mouvements de capitaux à court terme à destination des pays Balkaniques furent complètement arrêtés.

Parallèlement à cette crise de confiance qui porta plus particulièrement sur les entrées de capitaux à court terme, l'instabilité économique qui résultait de la baisse générale du niveau des prix n'était pas faite pour engager les capitalistes à souscrire à des emprunts nouveaux émis par ces états, même à des taux d'intérêt très élevés. D'ailleurs la désinvolture avec laquelle certains d'entre eux traitaient déjà leurs engagements antérieurs dissipait le peu de confiance que l'on pouvait garder en eux. C'est pourquoi à partir de juin 1931 aucun des pays Balkaniques ne put compter sur des prêts étrangers pour assurer le service de sa dette extérieure.

(1) Voir chapitre IV, section I.

### *Le moratoire Hoover*

Il n'est pas moins important d'indiquer les répercussions que le moratoire Hoover exerça sur la capacité de transfert des pays Balkaniques. Mais tandis que l'arrêt des mouvements de capitaux les avait tous affectés sans exception, dans une proportion plus ou moins grande, la suspension du paiement des Réparations et des dettes intergouvernementales améliora pour certains leur capacité de transfert et pour d'autres en aggrava la faiblesse. Le tableau suivant indique les sommes que les divers gouvernements Balkaniques étaient tenus de payer ou avaient le droit de recevoir au cours de la période 1931-32, au moment où le moratoire Hoover est entré en vigueur :

|                   | Recettes suspendues            | Paiements suspendus | Pertes (—) en gain (+) |
|-------------------|--------------------------------|---------------------|------------------------|
| Bulgarie .....    | 150                            | 400                 | + 250                  |
| Grèce .....       | 1.000                          | 850                 | — 350                  |
| Roumanie .....    | 700                            | 750                 | + 50                   |
| Yougoslavie ..... | 3.900                          | 600                 | — 3.300                |
|                   | en milliers de Livres Sterling |                     |                        |

Deux pays, la Bulgarie et la Roumanie, ont trouvé une amélioration pour leur capacité de transfert dans la proclamation du moratoire Hoover concernant la dette des Réparations et les Dettes Interalliées. Mais la Bulgarie est certainement la plus avantagée des deux. En effet, en vertu des accords du 23 juillet 1926 et du 11 décembre 1926 qui accordent la priorité de transfert en faveur de l'emprunt de stabilisation de 1926 et de certains emprunts d'avant-guerre, le paiement des Réparations ne peut être repris pendant toute la période où un système spécial devra être institué pour le transfert du service de la dette. Ce régime spécial, nous le verrons, a précisément été accordé à la Bulgarie, à la suite d'accords conclus avec ses créanciers depuis 1932. Le paiement des Réparations

se trouve ainsi ajourné « sine die », ce qui constitue pour elle une décharge annuelle de l'ordre de 160 à 200 millions de lévas.

Par contre la Yougoslavie a été très durement frappée et s'est vue privée d'une rentrée très importante de devises étrangères ; elle ne put y résister qu'en demandant à ses créanciers la suspension du transfert du service de sa dette.

---

## CHAPITRE III

### LES DIFFICULTÉS DE TRANSFERT

---

#### 3° L'INSUFFISANCE DES EXCÉDENTS DE LA BALANCE COMMERCIALE

On répète souvent, et à juste titre, qu'il ne faut pas attacher une trop grande importance au déficit de la balance du commerce. Cela est vrai pour les pays vieux, comme la Grande-Bretagne et la France, qui possèdent des revenus invisibles, stables et importants, mais cette constatation ne s'applique plus dans le cas des pays Balcaniques.

On a vu en effet que la faiblesse endémique des revenus invisibles de la balance des comptes, l'arrêt et le retrait des importations de capitaux étrangers à partir de 1931, ainsi que la suspension du paiement des Réparations avaient tari quelques-unes des sources les plus importantes qui alimentaient d'ordinaire la masse de devises où ils puisaient pour effectuer le service de leurs dettes extérieures. Il ne leur restait donc plus qu'un atout, c'était d'accroître l'excédent de leur balance commerciale et de compenser ainsi, par un surcroît d'exportation de marchandises, l'insuffisance des autres sources de revenus. C'est là la règle du jeu en matière de paiements internationaux, conforme au mécanisme décrit par les économistes classiques.

Or la chute des prix qui a affecté particulièrement les

produits agricoles, les barrières douanières et les entraves de toutes natures apportées à la liberté des exportations de marchandises ont dressé des obstacles difficilement surmontables à la formation de cet excédent de la balance commerciale, qui se révélait pourtant indispensable pour effectuer le transfert des dettes extérieures.

A. — L'influence des prix sur le commerce extérieur des pays Balkaniques s'est traduite de deux façons différentes qui ont concouru avec une même intensité pour restreindre la marge de devises disponibles pour les paiements extérieurs. *a)* En effet en ce qui concerne les produits d'exportation des pays Balkaniques, la baisse a été plus forte et plus rapide. *b)* Au contraire les prix des produits importés achetés à l'étranger ont montré plus de résistance ; ils ont baissé moins rapidement et surtout dans de plus faibles proportions. De là il résultait que le règlement des importations absorbait une part toujours plus grande de devises, alors que la vente à l'étranger des produits nationaux n'apportait qu'une quantité toujours plus limitée de devises étrangères.

B. — L'influence des obstacles rencontrés dans le placement des produits nationaux à l'étranger s'est manifestée, elle aussi, d'une double manière sur le commerce extérieur des pays Balkaniques. *a)* Ces obstacles ont d'une part empêché l'absorption d'une plus grande quantité de produits balkaniques. *b)* d'autre part, ils ont contribué à l'accélération de la baisse des prix des produits d'exportation. En effet, pour vaincre ces obstacles et se procurer des devises, coûte que coûte, les pays Balkaniques ont été amenés à écouler leurs produits à des prix toujours plus bas. L'exportation a pu de la sorte s'accroître en volume, mais non en valeur. Le résultat visé : la forma-

tion d'un gros excédent de la balance commerciale n'a donc pu être que partiellement atteint.

Le climat et la nature du sol prédisposent les pays Balkaniques à une vie essentiellement agricole ; d'autant plus que les ressources minières sont peu abondantes ou insuffisamment exploitées. L'exploitation des richesses pétrolières de la Roumanie constitue la seule exception importante dans cette absence à peu près complète et générale de production industrielle. En tous cas la production industrielle, à peine suffisante pour la satisfaction des besoins des marchés nationaux, ne peut avoir la prétention de concurrencer celle des grands Etats industriels de l'Europe Occidentale ou même de l'Europe Centrale, comme l'Autriche ou la Tchécoslovaquie.

Cette prépondérance de la vie agricole dans les pays Balkaniques se manifeste par la proportion de la population qui s'adonne à l'agriculture et par l'importance du montant des revenus agricoles dans le total des revenus nationaux. On compte que 79 o/o de la population sont représentés par des agriculteurs en Bulgarie ; 78 o/o en Roumanie et 76 o/o en Yougoslavie. Quant à l'importance des revenus agricoles, voici quelques chiffres qui concernent la Roumanie et la Grèce : le revenu total de la Roumanie (1) a été estimé comme suit :

1926 : 168.210 millions de lei ;

1927 : 159.909 millions de lei ;

1928 : 185.743 millions de lei.

Or, la part des revenus agricoles sur ce montant est de :

(1) La Crise Agricole, publiée par la Société des Nations. Cf. chapitre sur la Roumanie.

1926 : 110.551 millions de lei ;

1927 : 99.005 millions de lei ;

1928 : 117.798 millions de lei.

Soit un pourcentage de 65,72 0/0 en 1926 ; de 61,91 0/0 en 1927 ; 63,45 0/0 en 1928.

En Grèce (1), le revenu total, compte tenu de la baisse des prix, a été évalué en 1930, à 22.500 millions de drachmes. Dans ce chiffre, les produits de l'agriculture figurent pour 16.000 millions, soit 71 0/0 du revenu national.

Il n'y a pas d'évaluations officielles du revenu pour la Bulgarie et la Yougoslavie. Mais étant donné le caractère agricole plus accentué encore de ces deux pays, on peut, sans crainte d'erreur, estimer que le pourcentage du revenu agricole dépasse 70 0/0 dans chacun d'eux.

Ainsi la production des pays Balkaniques est essentiellement agricole, exception faite de la Roumanie et de ses gisements de pétrole. Mais, toute cette production ne se trouve pas disponible pour l'exportation, car une grande part se trouve absorbée par les marchés nationaux. Les excédents qu'il est possible d'écouler sur les marchés extérieurs peuvent se ramener à quelques types bien déterminés et analogues pour chacun des pays Balkaniques. 1° Ce sont en premier lieu, les céréales ; 2° Ensuite l'élevage et ses dérivés ; 3° Puis les produits de la sylviculture ; 4° Les légumes, les fruits, les plantes médicinales et industrielles ; 5° Enfin le tabac, le vin et les raisins secs.

Tous ces produits figurent dans l'exportation de chacun des pays Balkaniques ; mais la part qu'ils y occu-

(1) La Crise Agricole, chapitre sur la Grèce.

pent est variable suivant les pays. C'est ainsi qu'au cours des années 1927 et 1928 :

a) En *Bulgarie* (1), le tabac représentait 36 o/o de la valeur totale des exportations ; les céréales 12,6 o/o ; les animaux vivants 11,4 o/o ; les fruits, légumes et plantes 9,5 o/o ; les œufs 9,1 o/o.

b) En *Grèce*, le tabac absorbait 51,1 o/o de la valeur totale des exportations et les raisins secs 17,9 o/o.

c) En *Roumanie* (1), a peu près la moitié des exportations consistait en céréales, 49,9 o/o ; les combustibles minéraux, 19,7 o/o ; le bois, 12,1 o/o ; les animaux vivants, 6,7 o/o ; et les fruits, légumes, plantes et semences, 5,2 o/o suivaient par ordre d'importance.

d) En *Yougoslavie* (1), le bois jouait le rôle principal : 25, 5 o/o et était suivi par les animaux vivants avec 13,7 o/o ; le lait et les œufs, 7,3 o/o ; les céréales, 7 o/o.

Au total, la part des produits agricoles dans l'ensemble de l'exportation balkanique représentait au cours des années 1927 et 1928, environ 80 o/o en Bulgarie et en Grèce ; 65 o/o en Roumanie, et 85 o/o en Yougoslavie. Ces chiffres démontrent amplement, sans qu'il soit nécessaire d'insister plus longuement, l'importance qu'il convient d'attacher à l'exportation des produits agricoles, comme source de rentrée de devises étrangères dans les pays Balkaniques.

La chute des prix qui s'est manifestée depuis 1928, particulièrement en ce qui concerne les produits agricoles, a eu pour conséquence directe et immédiate de réduire la valeur totale de cette exportation, donc la quantité de

(1) Chiffres essentiels du commerce extérieur des pays danubiens.

devises dont ils pouvaient disposer pour le règlement de leurs dettes à l'étranger. Il est aisé de comprendre pourquoi. Si l'on suppose qu'une exportation de 100 unités de marchandises avant la baisse des prix ait amené une rentrée de 100 unités en devises étrangères, une baisse des prix de 50 0/0 n'apportera plus, pour une quantité identique de marchandises exportées, que 50 unités en monnaies étrangères. Pour obtenir ces 100 unités de monnaie étrangère, les pays débiteurs seront obligés d'exporter 200 unités de marchandises, soit le double. C'est là la clef des difficultés de transfert rencontrées par les pays Balkaniques.

Quelques chiffres illustreront d'une façon particulièrement frappante l'ampleur de la chute des prix des articles d'exportation des pays Balkaniques. Les indices que nous possédons ont été convertis sur la base de 100 pour l'année 1929, année qui correspond au commencement du fléchissement brusque des prix de la plupart des produits agricoles.

### *Bulgarie*

Pour la Bulgarie, nous ne possédons qu'un indice global du prix moyen des articles d'exportation. Mais, étant donné que les produits agricoles représentent à peu près 80 0/0 de la valeur totale des exportations, cet indice donnera une idée assez exacte de la chute des prix des produits agricoles dans ce pays. L'indice du prix des produits d'exportation, représenté par l'indice 100 en 1929, tombe à 72,83 0/0 en 1930 ; 51,77 0/0 en 1931 ; 45,25 0/0 en 1932, et 38,67 0/0 en 1933. Soit une chute de 61,33 0/0 de 1929 à 1934.

### Roumanie

En Roumanie, les indices permettent d'apprécier pour chacune des catégories principales des produits d'exportation l'importance de la chute des prix. Malheureusement, ils s'arrêtent à l'année 1932.

|           | Produits agricoles | Pétrole | Bois  | Animaux | Moyenne |
|-----------|--------------------|---------|-------|---------|---------|
| 1929....  | 100                | 100     | 100   | 100     | 100     |
| 1930..... | 52,10              | 79,02   | 100,9 | 98      | 82,29   |
| 1931..... | 45,79              | 38,80   | 71,68 | 69,73   | 56,75   |

Ces indices sont intéressants à étudier, ils montrent que tous les articles d'exportation n'ont pas baissé avec la même intensité ni au même moment. Si l'on met à part le pétrole, la baisse principale et manifestée en premier lieu, atteint la rubrique « produits agricoles » qui comprend presque exclusivement les céréales. Voici d'ailleurs les cours moyens pratiqués à la Bourse de Braila, en Roumanie — la plus importante avec celle de Budapest, de toute l'Europe de l'Est et du Sud-Est — depuis la campagne 1929-30 jusqu'à la campagne 1932-33 :

(En lei, et par 100 kg.)

|               | 1929-30 | 1930-31 | 1931-32 | 1932-33 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| Froment ..... | 612     | 351     | 305     |         |
| Orge .....    | 304     | 232     | 263     | 186     |
| Avoine .....  | 256     | 247     | 285     | 195     |
| Maïs .....    | 309     | 210     | 187     | 162     |

Jusqu'à 1931, la baisse atteint donc en premier lieu les céréales. Pour le bois et les produits animaux, la baisse survint avec un certain retard et dans des proportions dont les indices des prix en Yougoslavie vont nous permettre d'apprécier l'importance.

### Yougoslavie

En Yougoslavie, la classification adoptée par la Banque Nationale sépare les indices des prix des produits végétaux et ceux des produits animaux. Dans l'indice

des prix des produits végétaux, on fait entrer celui du prix du bois qui est l'une des principales ressources de l'exportation yougoslave.

|                  | Produits végétaux | Produits animaux |
|------------------|-------------------|------------------|
| 1929 .....       | 100               | 100              |
| 1930 .....       | 71,5              | 89,8             |
| 1931 .....       | 62,6              | 67,9             |
| 1932 (mai) ..... | 61,8              | 49,9             |
| 1933 (mai) ..... | 50                | 51,4             |

Ainsi dans chacun des pays Balkaniques examinés, Bulgarie, Roumanie et Yougoslavie, les indices des prix de leurs produits d'exportation nous révèlent entre 1929 et 1934 une baisse que l'on peut estimer pour chaque produit à 50 0/0 au moins. Il est intéressant de comparer ces chiffres avec ceux qui concernent la Grèce.

### Grèce

En Grèce, la chute des prix des produits d'exportation paraît insignifiante, quand on la compare à celle éprouvée par les autres pays Balkaniques.

|            | Produits agricoles | Animaux | Produits nationaux |
|------------|--------------------|---------|--------------------|
| 1929 ..... | 100                | 100     | 100                |
| 1930 ..... | 86                 | 95      | 87                 |
| 1931 ..... | 77                 | 91      | 80                 |
| 1932 ..... | 89                 | 103     | 96                 |

Mais pour bien comprendre ces indices, il faut se rappeler, qu'en avril 1932, la Grèce a dû abandonner l'étalon-or et que sa monnaie fut alors soumise à toutes les fluctuations des monnaies désolidarisées de l'or. A la fin de 1932, la drachme était tombée à environ 45 0/0 du cours de stabilisation ; ce qui eut pour résultat, il n'est pas douteux, de relever sensiblement le niveau de tous les prix. Dans quelle mesure la dépréciation de la drachme a-t-elle freiné la baisse en valeur nominale des produits d'exportation et dans quelle mesure les condi-

tions de vente à l'étranger interviennent-elles pour expliquer cette stabilité des prix en Grèce ? Il est difficile de le savoir. Mais il est juste de reconnaître que des produits, comme le tabac ou les raisins secs, qui représentent la plus grande partie des exportations de la Grèce, ont été beaucoup moins éprouvés que les céréales ou les produits animaux, base de l'exportation bulgare, roumaine et yougoslave.

La baisse des prix des produits agricoles a été continue depuis 1929. Mais en y regardant de près, on distingue deux étapes dans cette évolution vers la baisse.

1° La première période commencée en 1928 s'arrête vers le milieu de 1931 ; au cours de celle-ci, la baisse constatée n'est que la manifestation de la crise agricole qui, commencée en 1928 aux Etats-Unis, s'étendit progressivement et rapidement à toutes les parties du monde.

2° Mais à partir du milieu de 1931, et sans que la gravité de la crise agricole s'atténue, de nouveaux facteurs intervinrent pour renforcer et précipiter la chute des prix des produits agricoles. Jusqu'alors la capacité de transfert des pays Balkaniques, bien que réduite, avait été cependant suffisante pour assurer le service de la dette. Dorénavant l'apparition de nouvelles difficultés leur porta le coup de grâce.

### *Première Période*

On a longuement épilogué sur les causes générales de la baisse qui a affecté les produits agricoles au cours de cette période et dont la manifestation concrète réside dans une inadaptation de la production à la consommation. Mais le déséquilibre est-il dû à une diminution anor-

male de la consommation ou à un excès de la production ? Les deux phénomènes ont été simultanément constatés.

A) En ce qui concerne la consommation des produits agricoles, on remarque le peu d'élasticité de cette dernière et sa fixité. Elle n'augmente qu'avec l'accroissement de la population et ne profite pas de l'augmentation des revenus. Si la baisse des prix peut faire surgir de nouvelles couches d'acheteurs à l'égard de certaines denrées, comme les fruits, les laitages, les légumes, les œufs, les volailles, par contre les céréales ne bénéficient guère de l'accroissement de la richesse. Certes dans des continents aussi immenses que l'asiatique et l'africain, ce n'est pas le potentiel de consommation qui manque, mais bel et bien les possibilités d'achats. De même le chômage dans les pays industriels entraîne une diminution de la demande, minime pour le pain, mais importante pour la viande, les fruits et les boissons.

B) Mais aussi bien pour certains produits ce n'est pas d'insuffisance de consommation qu'il s'agit, mais excès de production. Et leur dépréciation provient précisément de leur abondance par rapport à la demande effective. Cette surproduction est le résultat d'une double série de faits ; a) les progrès de la technique ; b) la désorganisation résultant de la guerre.

a) Le rendement des terres a été augmenté, non seulement par l'extension des superficies cultivées, mais aussi par le recours à des méthodes scientifiques, par la sélection des semences et la vulgarisation des variétés nouvelles, par l'emploi des engrais et de fumures massives et par l'utilisation des machines. Les pays à culture intensive ont largement utilisé les perfectionnements d'ordre mécanique. Les machines agricoles permettent de cultiver de

larges espaces avec moins d'hommes, donc avec moins de frais ; et leur emploi stimule encore l'extension des superficies emblavées. Il n'est pas douteux que les progrès techniques compensent largement l'effet normal que devrait provoquer le faible niveau des prix tendant à abaisser le volume de la production.

b) La guerre enfin a déterminé un développement considérable de la production dans les pays extra-européens. Pour assurer la nourriture des belligérants, ces pays ont été sollicités d'accroître leur production. Les superficies emblavées se sont accrues en Argentine, en Australie, au Canada et aux Etats-Unis. De même l'élevage des bovins, des porcins et des ovins s'est développé. Mais après que les pays d'outre-mer eurent été ainsi amenés à un accroissement de production, l'Europe a retrouvé sa puissance productive. Petit à petit, les Etats ont restauré leur production et ont même dépassé les chiffres d'avant-guerre.

Enfin, il est important de noter que, depuis 1930, la Russie a tenté de reprendre sa place sur le marché des céréales et que son effort vise aussi le lin, les volailles, les œufs, le beurre, le bois, etc...

Pendant quelques années, grâce à la politique de stockage pratiquée au Canada et aux Etats-Unis, la chute des prix put être provisoirement enrayée. Mais à partir de 1928, la débâcle commença et s'accéléra en 1929. Malheureusement, le début de cette baisse coïncide avec la période où les pays Balkaniques, remis des infortunes éprouvées pendant la guerre, allaient reprendre sur le marché européen leur rôle de grands exportateurs de produits agricoles. Ils se trouvèrent les victimes d'une crise qu'en aucune manière ils n'avaient contribué à déve-

lopper. Nul n'ignore en effet que les méthodes arriérées de culture qui y sont employées ne sont pas faites pour favoriser les gros rendements. L'origine de la crise qui frappe l'agriculture mondiale est imputable presque exclusivement aux pays producteurs d'outre-mer. Mais les conséquences en ont été partagées d'une manière douloureuse par tous les pays et principalement par les pays de l'Est et du Sud-Est de l'Europe.

Cette baisse des prix, en raison de ses origines, a eu des effets durables et qui, très certainement se prolongeront dans l'avenir. Ce qui constitue une menace dangereuse pour leur capacité de transfert futur, s'ils ne parviennent pas à trouver des facilités pour l'écoulement de leurs produits et surtout s'ils n'améliorent pas les conditions de leur production.

### *Deuxième Période*

A ces effets de la crise générale qui frappa l'agriculture mondiale se sont superposés d'autres facteurs, particuliers aux pays Balkaniques, dont les répercussions sont sans doute moins profondes, mais qui provoquèrent une aggravation de la chute des prix et tendirent par là à accentuer la pénurie des devises.

Les retraits de capitaux opérés dans les pays Balkaniques en juin 1931, obligèrent ces pays à accroître l'offre de leurs produits agricoles pour se procurer les devises nécessaires au remboursement des crédits. Mais l'écoulement de ces produits ne put être assuré qu'au moyen d'une nouvelle chute des prix ; d'autant plus que les barrières douanières dont les pays européens avaient hérissé leurs frontières, n'étaient pas faites pour en faciliter le placement. D'où un nouveau motif de baisse des

prix. Mais tandis que les retraits de capitaux finirent par s'arrêter ou tout au moins se ralentirent, les barrières douanières et la nécessité de les forcer subsistèrent. Leur existence constitue à tous moments une menace latente d'une nouvelle rechute des prix, pour le cas où un important besoin de devises étrangères se manifesterait.

Dans ces conditions, il est certain que la vente fut assurée à un prix bien inférieur au prix de revient et que les pays Balkaniques vendirent à perte. Il y a, semble-t-il, des limites à cette possibilité de vendre à des prix qui ne couvrent pas les frais de production. Mais en fait, les inconvénients qui peuvent résulter pour les agriculteurs d'une vente à perte se sont trouvés très atténués par la politique de moratoire des dettes agricoles intérieures. La suspension du paiement des dettes intérieures privées, décrétée dans l'intérêt des agriculteurs, a amélioré leur situation et leur a donné la possibilité de consentir de nouvelles réductions sur le prix des produits agricoles. Cela ne durera sans doute pas indéfiniment. Néanmoins, il faut constater qu'il y a là une des causes très certaine de l'aggravation de la chute des prix.

Les divers facteurs que nous venons de signaler, que ce soit les retraits de capitaux, les barrières douanières, ou la politique des moratoires intérieurs, ont tous contribué à accentuer la baisse des prix des produits agricoles dans les pays Balkaniques. Mais on se heurte à des difficultés insurmontables quand il s'agit d'apprécier leur influence respective. L'indice général des prix ne peut que mal nous renseigner sur ce point, car il n'est que la moyenne arithmétique, pondérée ou non, de tous les cours pratiqués pendant l'année pour un certain nombre de produits. Il ne nous révèle donc pas les diverses fluctuations des prix

au cours de l'année, ni à plus forte raison, leur cause. Celle-ci peut d'ailleurs être multiple, car il est rare que ces facteurs aient agi isolément. L'on ne peut que constater la conjonction de ces facteurs et l'identité de leur résultat.

Quoi qu'il en soit, en effet, des diverses causes de la baisse des prix des produits agricoles, celle-ci a eu pour résultat de faire tomber la valeur globale des exportations ainsi qu'il ressort du tableau ci-après (1).

|           | Bulgarie | Grèce | Roumanie | Yougoslavie |
|-----------|----------|-------|----------|-------------|
| 1929..... | 6.397    | 6.985 | 28.960   | 7.921       |
| 1930..... | 6.191    | 5.886 | 28.522   | 6.780       |
| 1931..... | 5.934    | 4.204 | 22.197   | 4.801       |
| 1932..... | 3.383    | 4.759 | 16.655   | 3.056       |

Par rapport à 1929, la baisse enregistrée sur la valeur de cette exportation en 1932 atteint les pourcentages respectifs de 48 0/0 en Bulgarie ; 32 0/0 en Grèce ; 43 0/0 en Roumanie ; 62 0/0 en Yougoslavie.

Ces pourcentages illustreraient cependant assez mal l'importance de la chute de la valeur des exportations dans les pays Balkaniques, si l'on ne tenait compte du fait qu'ils s'appliquent, exception faite pour la Yougoslavie, à un volume de marchandises supérieur à celui de 1929. Le tonnage exporté a augmenté, souvent dans de très fortes proportions, et cependant les rentrées de devises étrangères ont diminué dans les proportions que l'on voit et que quelques exemples vont nous permettre d'apprécier.

En 1928, les exportations de céréales bulgares dépassaient quelque peu 200.000 tonnes représentant une valeur de 785 millions de levas. En 1931, le tonnage atteignit près de 500.000 tonnes. Si les prix avaient alors

(1) En millions de la monnaie nationale.

été les mêmes qu'en 1928, les recettes auraient été de 1.962 millions, alors qu'elles ne furent que de 1.195 millions. La Yougoslavie en 1931, pour une exportation de céréales trois fois supérieure en volume à celle de 1928, n'a obtenu que 684 millions de dinars alors que si les prix s'étaient maintenus au même niveau elle aurait dû toucher 1.350 millions de dinars. Ces exemples pourraient être multipliés si outre les céréales on examinait le bois et les produits animaux. Ils font parfaitement saisir les répercussions de la chute des prix des produits agricoles sur la valeur des exportations des pays Balkaniques et donnent la clef des difficultés éprouvées pour constituer un stock de devises étrangères.

Si importante toutefois que puisse être dans un pays la réduction en valeur des exportations, il ne s'en suit pas automatiquement que sa capacité de transfert s'en trouve diminuée par autant. Nous avons vu autre part, à propos du problème budgétaire du paiement d'une dette publique, que la diminution des ressources de l'Etat n'impliquait pas que le service de la dette en monnaie nationale soit rendu impossible de ce fait. La constatation s'impose à propos du problème des transferts en ce qui concerne la baisse des exportations. Et voici pourquoi.

La baisse des prix, tout en réduisant la valeur des exportations, peut théoriquement ne pas diminuer les excédents de la balance commerciale sur lesquels sont prélevés les ressources en devises étrangères qui serviront au transfert. Pour cela il suffit que le montant des dettes provenant d'une importation de marchandises s'abaisse dans les proportions qui compensent la réduction de la

valeur des exportations. Le même excédent de la balance commerciale pourra de la sorte être obtenu par une contraction correspondante des importations, portant à la fois sur leur volume et sur leur valeur.

a) Malheureusement les importations ne sont pas compressibles à volonté. Il est certes des produits d'importation qui présentent une utilité moins grande que d'autres ; pour ceux-là il est facile d'en restreindre l'entrée sur le territoire. Mais quand il s'agit de produits de première nécessité, comme les produits alimentaires, les matières premières et grand nombre d'objets manufacturés, les prohibitions d'importation sont susceptibles de mettre en péril la vie même du pays. C'est là précisément le cas des pays Balkaniques. L'importation dans ces pays à part la Grèce qui doit acheter à l'étranger une grande partie de sa nourriture, comporte peu de matières alimentaires ; elle comprend presque exclusivement des produits manufacturés : matières et produits textiles, métaux, produits de l'industrie métallique et minerais, machines, produits de l'industrie et colorants, papeteries, huiles minérales (sauf en Roumanie), peaux, etc..

La pénurie des devises étrangères provenant des exportations obligea les pays Balkaniques à adapter leurs achats à l'étranger en proportion des ressources dont ils disposaient. Et l'on assista à un abaissement important du volume de leurs importations.

En 1929 la Bulgarie importait 505.000 tonnes de l'étranger — la Grèce 2.575.000 tonnes — la Roumanie 1.102.000 tonnes — et la Yougoslavie 1.672.000. En 1932 ce tonnage est revenu à 261.200 tonnes pour la Bulgarie — 2.372.000 pour la Grèce et 880.000 pour la Yougoslavie. La diminution est moins forte en Grèce

et celà s'explique par la nécessité où se trouve ce pays d'acheter à l'extérieur la plus grande partie de son alimentation. Cette restriction n'a été acquise qu'au prix d'une réglementation rigoureuse des importations. Tout l'arsenal moderne des prohibitions a été employé : élévation de tarifs, contingentement, contrôle des changes, etc..., etc...

Il ne semble pas qu'une réduction plus forte du volume des importations puisse être obtenue, sans qu'il en résulte une paralysie presque complète de l'activité économique. Ces importations représentent un minimum au-dessous duquel il est difficile de tomber en raison de l'absence d'industries nationales susceptibles de se substituer aux industries étrangères pour alimenter le marché. De cette façon il était difficile d'agir sur le volume des importations pour en obtenir une diminution des dettes commerciales à régler à l'extérieur.

b) Pouvait-on attendre plus facilement une diminution de la valeur des importations, de la baisse générale des prix qui a été la caractéristique essentielle de la crise qui sévit depuis ces dernières années ? Là encore la formation d'un gros excédent de la balance commerciale a été empêchée par la disparité qui s'est manifestée entre les prix des produits agricoles d'exportation et les prix des produits manufacturés que les pays Balkaniques doivent importer.

En effet les difficultés économiques rencontrées ces dernières années ne proviennent pas tant de la baisse du niveau général des prix des produits agricoles que de l'inégalité de la baisse des différents prix. La plus importante des ruptures d'équilibre est l'écart entre les mouvements des prix des produits agricoles (d'exportation) et

ceux des articles manufacturés (d'importation). Les premiers ont baissé, nous le savons, d'environ 50 0/0 ; quant aux seconds le tableau suivant nous donnera pour trois pays principaux fournisseurs de produits manufacturés dans les Balkans, les pourcentages de la baisse, depuis le début de 1929 jusqu'au début de 1933.

|             | Etats-Unis | Italie | Allemagne |
|-------------|------------|--------|-----------|
| 1929.....   | 3 %        | 12 %   | 2 %       |
| 1930.....   | 14 %       | 12 %   | 9 %       |
| 1931.....   | 10 %       | 9 %    | 12 %      |
| 1932.....   | 7 %        | 4 %    | 10 %      |
| Moyenne.... | 31 %       | 33 %   | 29 %      |

Ainsi tandis que les produits agricoles qui constituent la presque totalité de l'exportation balkanique baissaient de plus de 50 0/0 les produits manufacturés qu'ils achètent à l'étranger ne baissaient que d'environ 30 0/0. Mais ce n'est pas tout, la baisse des produits manufacturés a été bien ultérieure à celle des produits agricoles. Ce n'est qu'en 1931 que les produits manufacturés ont commencé à être atteints sérieusement par la baisse. La raison de ce retard qui se produit, au cours de chaque période de dépression, entre les mouvements des prix des produits agricoles et ceux des articles finis est assez claire. Le processus de production des produits finis exige un temps assez long. De plus cette lenteur est accrue par le fait que les négociants et les fabricants ont en réserve des stocks de matières premières. Il faut un temps assez long pour qu'un changement dans le prix de celles-ci se reflète dans le prix des articles finis. Quant aux raisons même de l'écart entre ces deux sortes de prix elles sont multiples.

1) D'abord l'offre et la demande des produits finis est plus élastique que celle des produits agricoles. Le producteur agricole n'est pas maître de sa production : les

conditions météorologiques influent d'une façon capitale sur le rendement. Sa production continue fréquemment, même lorsque tous les frais ne sont pas couverts et elle peut même être augmentée sous l'influence de la baisse des prix. On ne ferme pas une exploitation agricole, comme on ferme une usine, car l'agriculture constitue non seulement une profession, mais encore un mode d'existence. Les stocks de produits agricoles peuvent ainsi s'accumuler et peser lourdement sur les cours. Ce sont des inconvénients qui peuvent être facilement enrayés dans le cas des produits industriels, par un arrêt ou une diminution de la production.

2) De plus les prix de revient des produits industriels sont assez rigides. Parmi les éléments qui les composent il en est qui subissent le contre-coup de la baisse, comme les matières premières. Mais la plupart sont fixes, comme les charges fiscales, les charges de la dette et même les salaires. D'où une résistance très sérieuse à la baisse.

3) Enfin ces différences doivent être attribuées au fait que pour les produits finis existent de nombreux accords soit nationaux soit internationaux en vue de continger la production et de répartir les débouchés entre les divers producteurs. L'existence de ces trusts et de ces cartels forme un frein à la tendance à la baisse. Au contraire les agriculteurs sont en général mal organisés ; leurs ententes ne dépassent pas le cadre national et l'expérience a montré que ni les « pools » ni les contrôles n'ont pu s'opposer à la chute des prix des produits agricoles.

La baisse des produits agricoles et la disparité entre le prix des produits d'exportation et le prix des produits d'importation se sont donc conjuguées pour empêcher la formation de l'excédent de la balance commerciale, qui

se révélait nécessaire pour faire face au transfert de la dette publique extérieure. Toutefois les effets de la baisse des prix auraient pu être efficacement combattus, si les pays Balkaniques avaient pu bénéficier de toutes les facilités désirables dans l'écoulement de leurs exportations à l'étranger.

C'est un principe universellement admis et reconnu que le payement d'une dette extérieure ne peut s'effectuer que grâce à une exportation préalable de marchandises ou de services. C'en est même la condition *sine qua non*. Mais quand il s'est agi pour les pays Balkaniques de compenser les effets de la chute des prix sur la valeur de leurs exportations, par l'augmentation du tonnage exporté ils se sont heurtés à toutes sortes d'obstacles dressés par les pays qui étaient ordinairement leurs clients.

Jusqu'en 1932 l'augmentation du volume des exportations balkaniques n'a pas été trop entravée par la politique commerciale de leurs clients étrangers. En 1930 une récolte abondante a permis aux pays en question d'augmenter leur part dans le marché des céréales de l'Europe Centrale et Orientale, où ils ont également pu vendre des quantités plus grandes de denrées alimentaires d'origine animale. La *Yougoslavie* a augmenté la quantité de ses exportations d'œufs de plus d'un tiers et elle a triplé ses exportations de volailles. Ses exportations de vin ont augmenté en volume de 75 0/0 et ses exportations de maïs ont été trois fois plus élevées qu'en 1929. La *Roumanie* a augmenté ses exportations d'animaux vivants et de céréales. Celles-ci sont passées de 1.700 milliers de tonnes à 3.200 milliers. De même les exportations roumaines d'huiles minérales et de pétrole ont augmenté

en quantité de plus d'un tiers, soit plus qu'au cours de chacune des deux années antérieures. *En Bulgarie* les exportations de volailles ont plus que doublé et les exportations d'œufs ont augmenté de plus de moitié tandis que celles des céréales ont passé de 113.000 à 322.000 tonnes. Par contre la tendance générale du commerce des marchandises, autres que celles que l'on vient de mentionner, particulièrement le bois, a été à la réduction.

En 1931 les difficultés apparaissent dans le placement des produits à l'étranger ; néanmoins le volume des exportations s'est maintenu au niveau élevé de 1930 et souvent même s'est accru. Les exportations de viandes et de produits laitiers purent être assez facilement assurées, en raison de la baisse du prix des matières fourragères. Le commerce de la Roumanie et de la Yougoslavie a subi les conséquences des mauvaises récoltes. Le volume de leurs exportations de blé a pu être développé, mais les exportations d'autres céréales ont diminué. Les exportations roumaines d'huiles minérales et de pétrole se sont encore élevées. — La Bulgarie a pu développer considérablement le tonnage des exportations de ses principaux articles : le tabac, les céréales et les œufs. Par contre, à la suite de mauvaises récoltes en Grèce, le quantum des exportations a fortement baissé.

La tendance à l'accroissement du volume des exportations balkaniques (à l'exception de la Yougoslavie) en 1930 et 1931 se manifeste par les chiffres suivants (en tonnes) :

|           | Bulgarie | Grèce   | Roumanie   | Yougoslavie |
|-----------|----------|---------|------------|-------------|
| 1929..... | 302.000  | 749.000 | 7.065.000  | 5.330.000   |
| 1930..... | 543.000  | 766.000 | 9.215.000  | 4.733.000   |
| 1931..... | 769.000  | 593.000 | 10.047.000 | 3.323.000   |
| 1932..... | 587.000  | 512.000 |            | 2.395.000   |
| 1933..... |          |         |            | 2.925.706   |

En 1932 la tendance à l'accroissement du volume des exportations se renversa et l'on assiste à une réduction générale des tonnages exportés. Les exportations de froment, de seigle, d'orge et d'avoine furent particulièrement touchées. Sans doute le mauvais rendement des récoltes et la diminution des superficies emblavées (13 0/0 en Roumanie — 20 0/0 en Bulgarie — 11 0/0 en Yougoslavie) en sont responsables pour une grande part. Mais la cause principale doit en être recherchée dans le renforcement des barrières douanières dans les pays étrangers. La Yougoslavie au cours de cette année vit diminuer le volume de ses exportations de fromages de 38 0/0, celui de ses exportations d'œufs de 42 0/0, et ses exportations de bois de chauffage et de construction ne purent résister à la concurrence russe et scandinave. Toutefois la Roumanie réussit à accroître le volume de ses exportations de pétrole et la Grèce ses exportations de raisins, d'olives et de fruits ; mais la production du tabac qui est le principal article d'exportation de la Grèce continua à reculer et le volume fléchit de 18 0/0.

Ainsi jusqu'à l'année 1932 les entraves douanières dressées par les pays étrangers ne s'opposèrent pas à une augmentation du volume des exportations balkaniques. Mais il est utile de remarquer que jamais ce tonnage ne s'éleva à un total qui aurait permis une augmentation de la valeur des exportations et qui aurait ainsi compensé les effets désastreux de la chute des prix. On assiste même à ce phénomène paradoxal que, tandis que le volume des exportations s'accroît, la valeur de celles-ci diminue. Mais, à partir de 1932, la politique commerciale adoptée par les pays étrangers et plus particulièrement par les pays

créanciers s'opposa à toute élévation des exportations balkaniques.

C'est un fait qui mérite d'être signalé que le commerce extérieur des pays Balkaniques avec les principaux pays prêteurs de capitaux ne leur laisse que très rarement un solde excédentaire. Les pays prêteurs de capitaux ne sont pas extrêmement nombreux de par le monde ; ce sont essentiellement la Grande-Bretagne, les Etats-Unis, la France, la Suisse, la Belgique, les Pays-Bas et l'Italie. Or pour la plupart d'entre eux leurs exportations à destination des Balkans surpassent les importations en provenance de ces derniers. C'est là une situation qui, bien qu'anormale en apparence, ne s'oppose cependant pas à l'exécution des obligations internationales, quand le placement des produits d'exportations peut être assuré sur d'autres marchés. Les pays débiteurs acquittent alors leurs dettes au moyen des créances commerciales qui proviennent de l'excédent de leurs exportations dans ces autres pays.

La fermeture générale de tous les marchés du Centre et de l'Est de l'Europe et la suppression des rentrées de devises qui en résulta auraient dû inciter les pays créanciers à accueillir plus favorablement les produits des pays Balkaniques. Le service de la dette en eut été facilité. Malheureusement les mesures protectionnistes qu'ils prirent allèrent à l'encontre de ce but.

Il faut avoir présent à l'esprit les circonstances qui donnèrent naissance à ce protectionnisme. Le facteur qui a dominé la situation économique jusqu'au dernier trimestre de 1931 a incontestablement été la baisse continue des prix notamment des produits agricoles. Cette baisse

des prix a continué à se manifester, sauf quelques exceptions, après l'abandon généralisé de l'étalon-or au cours du dernier trimestre 1931 ; mais après cette époque, son importance a été éclipsée par l'instabilité des monnaies qui a détruit l'équilibre international des prix et est devenue la principale préoccupation de la politique commerciale. Cette préoccupation avait deux causes essentielles : en premier lieu l'inquiétude éprouvée par un grand nombre de pays à monnaie relativement faible au sujet de leur balance des paiements extérieurs et en deuxième lieu la détermination prise par un certain nombre d'entre eux de ne pas laisser sacrifier leur agriculture dans une période anormale de réduction des prix et de dumping des changes. Alors que les industries d'exportation des pays créanciers souffraient déjà de la réduction du pouvoir d'achat des pays débiteurs, leur production nationale, et plus spécialement leur agriculture, se trouva menacée par un afflux considérable de marchandises offertes à des prix non seulement bas, mais encore en voie de diminution constante. Ce danger qui menaçait leur activité économique poussa la majorité d'entre eux à entourer leur marché national de barrières infranchissables.

L'adoption en 1930 du tarif Hawley-Smoot aux Etats-Unis peut être considérée comme une première manifestation de cette politique qui à partir du deuxième trimestre de 1931 a prédominé dans un certain nombre de pays créanciers européens. C'est ainsi qu'en automne 1931 la France adopta un système rigide de contingentement des importations des denrées alimentaires et étendit plus tard ce régime à de nombreux articles industriels. La Grande-Bretagne introduisit en novembre et décem-

bre 1931, à titre de mesure exceptionnelle des droits de douane sur la majeure partie de ses importations et ultérieurement imposa, à titre de mesure ayant un caractère plus définitif, des droits protecteurs, s'écartant ainsi d'une tradition remontant au milieu du siècle précédent. La Suisse augmenta ses tarifs et établit des contingentements pour de nombreux produits industriels et agricoles. La Belgique et les Pays-Bas ont fait un usage plus limité du système des contingents.

Ce protectionisme auquel furent en butte les pays Balkaniques ne constitue pas un phénomène nouveau dans l'histoire de la politique commerciale. Mais jamais peut-être depuis l'époque du mercantilisme il ne présentait de rigueur que depuis la fin de 1931, ni surtout autant de variété dans ses procédés. Le procédé classique de l'élévation des tarifs douaniers s'avéra insuffisant pour assurer la protection que les états souhaitaient obtenir. Aussi, sans y renoncer toutefois, ils durent recourir à tout un ensemble de restrictions exceptionnelles tendant à une limitation quantitative directe des importations.

a) Le premier procédé et le plus simple employé pour compléter l'effet des majorations des tarifs a consisté généralement à prohiber les importations, sauf en vertu d'une licence, et par conséquent à empêcher toute importation pour laquelle une autorisation n'aurait pas été préalablement obtenue des autorités administratives. Si dans certains cas ce procédé n'est pas allé beaucoup plus loin que la surveillance et l'enregistrement des tendances de l'importation, dans la plupart des pays il a été accompagné de mesures de contrôle et de limitation directe des quantités importées. Les systèmes de contingentement sont une variante de cette méthode de prohibition, en

vertu de laquelle seule une quantité déterminée d'importations spécifiées est autorisée.

b) Un contrôle plus général fut exercé au moyen de la réglementation de l'attribution des devises à accorder aux importateurs. Nous en reparlerons ultérieurement, quand nous étudierons un autre des effets, et non le moindre, de ces restrictions de change sur la possibilité d'utiliser les avoirs détenus à l'étranger pour le transfert du service de la dette. Il suffit de signaler ici que le contrôle des moyens de paiements, par suite des justifications qu'il exige à l'entrée des produits dans les pays importateurs entraîne progressivement la suppression des importations.

c) Le contrôle des devises se combine généralement avec le système des paiements par compensation entre Etats, dénommé aussi « Clearing de change ». Le Clearing de change institué entre deux Etats ne permet de faire des opérations commerciales que dans la mesure où se compensent les paiements. Mais ce système tend à rendre impossible ce que l'on appelle fréquemment les « échanges triangulaires ». La répartition géographique du commerce de chaque pays est généralement déterminée par sa structure économique et par les conditions climatiques et géographiques. Les principaux pays où un pays débiteur écoule ses produits ne sont pas toujours ceux auxquels il achète les marchandises qu'il doit importer ou auxquels il doit effectuer des paiements pour le service de ses dettes ; il doit normalement employer l'excédent qu'il retire de ses échanges commerciaux avec certains pays à combler le déficit de ses transactions avec d'autres. La destruction partielle de ce mécanisme par la création des clearings de change a conduit à la suppression

des courants commerciaux établis, à la non-satisfaction des besoins auxquels les importations peuvent répondre, et en définitive à une nouvelle entrave aux paiements internationaux au titre des dettes non réglées.

d) Ces contrôles directs, portant soit sur les quantités de marchandises soit sur les moyens de les payer, ont été complétés par diverses mesures administratives qui limitent directement les importations. Parmi celles-ci figurent les lois sur la mouture ou les mélanges, les règlements vétérinaires et sanitaires imposés aux exportations de produits agricoles, les lois concernant les marques d'origine, etc...

Lorsqu'on étudie les effets des différentes barrières commerciales, il est nécessaire de distinguer entre celles qui excluent la concurrence entre le producteur national et le producteur étranger et celles qui ne font que l'entraver. Il n'y a pas de moyens d'éluder un système de prohibitions ou de contingentement. Il entraîne un arrêt immédiat des échanges. Un tarif au contraire peut réduire la consommation du fait de l'augmentation des prix nationaux ; mais à moins d'être prohibitif il laisse aux échanges une certaine souplesse, qui, tout spécialement en des moments critiques est une condition essentielle pour les pays exportateurs plus faibles. De même le contrôle des devises s'il est appliqué avec modération est moins rigide et ne s'oppose pas aux exportations.

Quels que soient les moyens employés par les Etats créanciers et étrangers pour défendre leur marché national, l'existence de ces moyens a profondément entravé le placement des produits balkaniques sur les marchés extérieurs. Les statistiques semblent nous révéler le contraire, puisqu'elles indiquent un accroissement du volume des

exportations. Mais cet accroissement n'a été effectif qu'autant que les barrières commerciales n'ont pas présenté le maximum de rigueur ; ce qui fut le cas jusqu'en 1932. Depuis cette année, où le protectionisme a été par tout renforcé le volume des exportations a été en régression. S'il ne l'a pas été, cela ne veut pas dire que les barrières commerciales aient été sans effet ; car alors il n'a pu se maintenir à son niveau que grâce à une rechute des prix. Toute élévation ou tout maintien du volume des exportations a donc été réalisé au détriment de la valeur de celles-ci, et une augmentation des rentrées de devises étrangères n'a pu être obtenue de ce fait.

En dépit de la baisse prodigieuse du prix des produits agricoles et des entraves de toutes sortes opposées à leur placement sur les marchés étrangers, la balance commerciale des pays Balkaniques n'a pas été déficitaire depuis les quatre dernières années. Ceux des pays qui, comme la Grèce, ont toujours eu une balance commerciale déficitaire, ont même vu ce déficit diminuer. Et la constatation n'a rien qui puisse nous étonner.

En effet lorsque l'équilibre de la balance des paiements fut rompu à partir de 1930 et de 1931 par la suppression des mouvements de capitaux qui assuraient habituellement l'équilibre entre les dettes et les créances internationales, les pays Balkaniques n'étant plus capables de faire face dans la même mesure au paiement de leurs importations ou au service de leurs dettes extérieures, au moyen de nouveaux emprunts, se sont trouvés dans la nécessité de rendre plus active ou moins passive leur balance commerciale. L'excédent de leur balance commerciale s'est donc accru ou le déficit de leur balance

commerciale a diminué dans les proportions suivantes (en millions de la monnaie nationale) (1) :

|        | Bulgarie      | Grèce         | Roumanie      | Yougoslavie |
|--------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 1929.. | (—) 1.927.572 | (—) 6.316.000 | (—) 665.551   | (+) 331.263 |
| 1930.. | (+) 1.601.415 | (—) 4.538.000 | (+) 5.565.554 | (—) 175.754 |
| 1931.. | (+) 1.274.111 | (—) 4.559.000 | (+) 6.763.073 | (+) 7.800   |
| 1932.. | (—) 88.388    | (—) 2.357.000 | (+) 4.701.428 | (+) 232.515 |
| 1933.. | (+) 644.000   |               | (+) 2.509.000 | (+) 495.000 |

Il semble bien en considérant le tableau que l'opinion, suivant laquelle les achats et les ventes de marchandises, les importations et les exportations s'adaptent aux mouvements de capitaux et les compensent, de manière que l'équilibre de la balance des paiements subsiste, se trouve vérifiée. Mais un examen plus approfondi du tableau appelle quelques commentaires.

Il faut remarquer que cette tendance à l'accroissement des excédents ou à la diminution des déficits de la balance commerciale, en compensation de l'arrêt des emprunts extérieurs et de l'absence de revenus invisibles n'est évidente que jusqu'à 1932. C'est que jusqu'alors, comme nous l'avons vu, le placement des produits sur les marchés extérieurs n'a pas été rendu impossible par les entraves commerciales et que le volume des importations a pu s'abaisser sans risquer de mettre en péril l'activité économique du pays. À partir de 1932, le point limite au-dessous duquel les importations n'ont plus pu s'abaisser dans de fortes proportions semble avoir été atteint, et le volume des exportations a marqué une régression ou ne s'est maintenu que grâce à une nouvelle chute des prix des articles d'exportations. Il en est résulté en 1932 et 1933 une réduction de la valeur des excédents

(1) Le signe + indique les excédents.  
Le signe — indique les déficits.

de la balance commerciale par rapport aux deux années précédentes.

Ainsi l'ajustement de la balance commerciale qui permet de rétablir l'équilibre de la balance des paiements extérieurs n'a rien de mathématique. Que dans les périodes où les prix ne présentent pas de grosses variations et où les produits peuvent librement circuler les excédents ou les déficits de la balance commerciale s'élèvent ou s'abaissent en proportion des sorties de capitaux que nécessite le règlement d'une dette extérieure, la chose est fort possible. Mais en période de baisse des prix et de nationalisme économique, les conditions pour une adaptation de la balance commerciale se trouvent supprimées *de facto*. Le déficit de la balance des paiements extérieurs ne peut pas être comblé intégralement par les excédents de la balance commerciale car ceux-ci ne se trouvent plus assez importants.

C'est ce qui est arrivé pour les pays Balkaniques. Les excédents de la balance commerciale n'ont fourni environ que la moitié de ce qui aurait été nécessaire pour le transfert du service plein de la dette. La suspension d'une partie du transfert devenait dans ces conditions inévitable et l'équilibre de la balance des paiements extérieurs des pays Balkaniques retrouvait son équilibre à ce prix.

---

## *CHAPITRE IV*

### *LES DIFFICULTES DE TRANSFERT (Suite)*

---

#### SECTION II

#### L'INDISPONIBILITÉ DES DEVISES EXISTANTES

La chute des prix des produits agricoles et les obstacles rencontrées dans l'écoulement à l'étranger des produits d'exportation ont eu pour résultat de réduire la valeur des excédents de la balance commerciale sur lesquels les pays Balkaniques pouvaient espérer prélever les devises nécessaires au transfert de leurs dettes extérieures. En outre les retraits de capitaux, opérés en 1930 et 1931, les obligèrent à se dépouiller d'une quantité considérable de devises étrangères. La conjonction de ces deux facteurs, ainsi que la faiblesse des revenus invisibles de la balance des comptes aboutirent à créer une grave pénurie de devises. Mais à cela ne se sont pas bornées les difficultés éprouvées.

Si les pays Balkaniques réussirent dans une certaine mesure à surmonter les effets de la baisse des prix et les entraves opposées à leur commerce extérieur et purent se procurer néanmoins des ressources importantes en devises étrangères, ils furent toutefois très souvent dans l'impossibilité de les utiliser pour le règlement de leurs dettes extérieures ; car ces devises se trouvèrent immobilisées soit chez eux soit à l'étranger, et rendues indisponibles

pour les paiements extérieurs. Cette indisponibilité tient à deux causes :

1) En ce qui concerne l'encaisse métallique le stock de devises détenues par les Banques Nationales Balkaniques, la nécessité s'est manifestée de n'opérer sur eux aucun prélèvement, pour éviter une diminution de la couverture de la circulation fiduciaire.

2) Et en ce qui concerne les avoirs en devises provenant des exportations, leur rapatriement s'est heurté aux nombreuses réglementations de change et du commerce des capitaux, établies un peu partout depuis trois ans, ainsi qu'aux accords de compensation. Dans les deux cas il y eut impossibilité d'utiliser les devises que possédaient les pays Balkaniques.

Les vicissitudes éprouvées par les monnaies des pays Balkaniques jusqu'au moment où les lois de stabilisation mirent fin à leurs tourments ont laissé de si fâcheux souvenirs dans les esprits que l'on s'explique aisément leur souci de ne pas retourner à leurs anciens errements et d'éviter, coûte que coûte, une nouvelle dévalorisation de la monnaie. Pour y parvenir le respect des dispositions contenues dans les lois de stabilisation leur parut indispensable. La principale de ces dispositions, qui à l'allure d'une clause de sauvegarde, consiste à fixer un minimum au-dessous duquel les réserves des Banques Nationales ne doivent pas s'abaisser.

C'est ainsi qu'en *Bulgarie* la Banque Nationale est tenue de conserver une réserve équivalente à 33.5 0/0 au moins du montant de ses billets en circulation et de ses autres exigibilités à vue. La réserve comprend l'or monayé et non monayé, ainsi que des devises de pays

dont la monnaie est, selon la loi et dans la pratique, convertible en or ou en devises or. Les dispositions en Grèce sont absolument les mêmes, sauf que le pourcentage de devises étrangères et d'or, au lieu d'être de 33,5 o/o est de 40 o/o. En Roumanie et en Yougoslavie, la Banque est tenue de conserver une réserve en or ou en devises étrangères au moins égale à 35 o/o de ses engagements à vue. Sur ces 35 o/o, 25 o/o au moins des engagements doivent être couverts par de l'or.

Que signifie cette porportion de 33,5 o/o à 40 o/o entre l'encaisse et le montant des engagements à vue ? Et est-elle vraiment d'une efficacité certaine ? A vrai dire, on ne saurait prétendre sérieusement que la solidité d'une monnaie se trouve assurée du fait qu'elle se trouve gagée à plus de 33,5 o/o ou de 40 o/o. Peu de temps avant l'abandon de l'étalon-or en Grande-Bretagne, les réserves et l'encaisse possédées par la Banque d'Angleterre représentaient 80 o/o de la circulation fiduciaire. Il faut reconnaître que les pourcentages fixés dans les lois de stabilisation sont des plus arbitraires. Mais le maintien obligatoire d'une réserve est toutefois de bonne politique et pour le comprendre, il n'est que de se rappeler son rôle.

L'encaisse métallique et le stock de devises étrangères détenus par les Banques d'émission remplissent un double rôle : 1° garantir la valeur de la circulation fiduciaire à l'intérieur et à l'extérieur du pays et 2° assurer la régularité des paiements internationaux, à toute époque, et particulièrement dans les périodes de déficit de la balance des paiements. Normalement, ces deux fonctions ne se contrarient pas et la plus grande harmonie règne entre elles. Les prélèvements opérés sur les réserves des Banques nationales, qui risqueraient de compromettre la

valeur de la circulation fiduciaire, comportent leurs tempéraments. C'est le jeu du taux de l'escompte qui permet d'annihiler les périls que ces prélèvements font courir à la solidité de la monnaie. L'élévation du taux de l'escompte arrête les sorties d'or et de devises. Son influence se manifeste de deux façons : 1° en limitant par sa cherté l'augmentation de la circulation fiduciaire ; 2° et en attirant par son taux avantageux les capitaux étrangers, donc en permettant le remplacement des devises qui ont dû être envoyées à l'étranger pour régler des dettes internationales.

Dans ces conditions, rien ne s'oppose, en principe, à ce qu'un prélèvement soit opéré sur les réserves de la Banque Nationale pour effectuer le transfert du service d'une dette extérieure, puisque la monnaie nationale ne peut en subir aucune atteinte grave, par suite du mécanisme régulateur que déclanche l'élévation du taux de l'escompte.

Mais cette pratique du prélèvement sur les réserves de la Banque Nationale s'est avérée impossible dans le cas des pays Balkaniques ; il est aisé d'en comprendre les motifs après ce qui a été dit précédemment sur la pénurie des devises. Dès que cette absence de devises commença à se faire sentir vers 1930 et 1931, les pays Balkaniques durent faire largement appel aux réserves de leurs Banques Nationales pour combler les déficits d'une balance des paiements, dont ni les exportations, ni les revenus invisibles, ni surtout les crédits étrangers ne permettaient plus d'assurer l'équilibre. Il en résulta une diminution de l'encaisse métallique et du stock des devises, dont les chiffres suivants nous permettront d'apprécier l'importance.

Le montant total des réserves qui s'élevait, à la fin de 1929, à :

2.452 millions de leva, en Bulgarie ;

4.944 millions de drachmes en Grèce ;

15.930 millions de lei, en Roumanie, était tombé à la fin de 1931, à la veille des demandes ou des proclamations de moratoires dans les pays Balkaniques, à :

1.776 millions de léva, en Bulgarie ;

2.136 millions de drachmes, en Grèce ;

10.197 millions de lei, en Roumanie, soit une perte de 686 millions de léva en Bulgarie ; de 2.808 millions de drachmes en Grèce, et 5.733 millions de lei en Roumanie, représentant une diminution des réserves de 27 o/o en Bulgarie ; 56 o/o en Grèce ; 36 o/o en Roumanie.

L'importance de cette perte de devises et d'or, et surtout la façon continue dont s'abaissèrent les réserves sans qu'aucune réaction se produise qui amène de nouvelles entrées de devises montre bien la gravité du mal monétaire. Il fut évident qu'une élévation du taux de l'escompte se montrerait incapable d'apporter une amélioration sensible, n'attirerait pas les capitaux étrangers et n'empêcherait pas l'exode des capitaux nationaux. Le taux de l'escompte a toujours été très élevé dans les pays Balkaniques, atteignant facilement les chiffres de 8 o/o et même de 9 o/o. Mais une nouvelle élévation du taux de l'escompte, sans empêcher l'exode des devises et de l'or, n'aurait abouti qu'à accroître le marasme de l'activité économique en renchérissant le prix du crédit à l'intérieur du pays. C'est ce qui explique que la politique suivie par les Banques Nationales tendit à empêcher l'élévation du taux de l'escompte et même à l'abaisser.

Devant l'inefficacité d'une pareille mesure pour enrayer la diminution continue des réserves des Banques Nationales, et en présence de la persistance du déficit de la balance des comptes, les pays Balkaniques durent recourir à des moyens plus énergiques, tels que le contrôle des changes et des sorties de capitaux et même la suspension de l'éta-lon-or en Grèce. L'efficacité s'en montra certaine, mais encore insuffisante.

Ce ne fut donc pas tant en soi la diminution des réserves des Banques Nationales qui s'avéra dangereuse pour la solidité de la monnaie, que son incapacité à déclencher un mécanisme susceptible de permettre leur reconstitution. En 1932, les réserves des Banques Nationales continuèrent à s'affaiblir, exception faite pour l'en-caisse de la Banque Nationale hellénique qui s'améliora vers la fin de l'année. Ce fut alors qu'à des dates variables ces pays furent contraints de demander ou de procla-mer un moratoire du transfert de leurs dettes extérieures. La mesure était inévitable. Il n'est pas douteux qu'en présence de la pénurie persistante des devises, que rien ne pouvait conjurer, les réserves eussent été rapidement absorbées par le service de la dette et réduites à zéro.

Cela ressort particulièrement de la comparaison entre le montant de la couverture et le montant des som-mes qui étaient nécessaires pour assurer le transfert du service plein de la dette. Sur les 1.776 millions de léva en devises et en or, détenus à la fin de 1931 par la Banque Nationale de Bulgarie, le transfert complet en 1932 en eut absorbé plus de 1 milliard (1.012 millions de léva en 1931). En Grèce, les réserves de la Banque Nationale hellénique possédées à la même date (2.486 millions de drachmes) n'auraient pas suffi à couvrir les 3.919 mil-

lions de drachmes nécessaires pour le service de la dette consolidée seule, à l'exclusion des dettes de guerre et des dettes intergouvernementales. En Yougoslavie, l'annuité inscrite au budget pour la dette extérieure prévoyait un crédit de 1.277 millions de dinars, alors que la couverture ne dépassait pas 1.971 millions de dinars. En Roumanie, le service aurait pu être plus facilement assuré. Dans le budget de 1932, le montant de la dette extérieure roumaine, y compris la dette de la Caisse Autonome des Monopoles, était de 5.834 millions de lei pour des réserves s'élevant à environ 10.100 millions de lei.

On devine ce qu'il fut advenu des monnaies qu'ils avaient eu grand peine à maintenir stables après leur stabilisation légale, si les pays Balkaniques avaient utilisé les réserves de leurs instituts d'émission. Il était préférable dans l'intérêt de tous, débiteurs comme créanciers, d'enrayer la diminution des réserves et même de les maintenir aussi abondante que possible, afin de permettre un rétablissement ultérieur plus rapide.

L'indisponibilité des devises et du stock métallique détenus par les Banques Nationales a donc été réalisée volontairement et de propos délibéré. Elle n'empêcha pas toutefois que la solidité de la monnaie soit ébranlée, bien que la parité avec l'or ait pu être artificiellement maintenue à l'intérieur du pays. Mais sur les marchés extérieurs, la monnaie de chacun de ces pays subit une dépréciation voisine de 30 0/0, dans la mesure où les cours des changes purent continuer d'être cotés.



La réglementation du trafic des devises et le contrôle des changes ont été les moyens les plus efficaces, employés

par les pays Balkaniques pour se défendre contre la diminution persistante des réserves de leurs instituts d'émission. Mais cette pratique, qui donne des résultats si heureux pour le pays qui l'exerce, se révèle particulièrement incommode pour les pays étrangers qui se trouvent posséder des créances sur le pays qui applique la réglementation des changes ; car ils ne peuvent rapatrier les avoirs qui proviennent de leurs exportations de marchandises ou de services. Ces avoirs demeurent immobilisés à l'étranger et il devient presque impossible de les récupérer et de les utiliser normalement pour effectuer les paiements internationaux. Les pays Balkaniques, qui avaient établi un contrôle rigoureux des changes pour défendre la solidité de leur monnaie, ne devaient pas tarder à s'apercevoir de ces inconvénients quand, à leur tour et dans le même but qu'eux, les pays acheteurs de leurs produits se virent obligés de recourir aux mêmes moyens.

L'origine de cette réglementation rigoureuse des changes remonte au mois de juillet 1931. On sait qu'une grave crise bancaire austro-allemande se déclencha à cette date, à la suite des difficultés retentissantes qui surgirent entre deux banques dirigeantes allemandes et une banque autrichienne. Les créanciers étrangers, pris d'une panique qu'accentuaient encore certaines manifestations politiques, rappelèrent systématiquement leurs capitaux à court terme investis en Allemagne et en Autriche.

L'échafaudage compliqué de crédit construit après la guerre s'effondra. La Banque d'Angleterre dut abandonner la convertibilité de ses billets en lingots d'or, ce qui entraîna la suspension de l'étalon-or dans tous les pays monétairement liés depuis de longues années à la livre sterling. C'est donc de cette époque que date la mise

en vigueur dans de nombreux pays d'un régime restrictif des changes. Fin octobre 1931, 26 pays avaient déjà édicté des prescriptions en matières de devises. Depuis lors quelques-uns d'entre eux, l'Angleterre et la Finlande ont aboli ces mesures ; mais plus nombreux sont ceux qui les ont accentuées ou qui sont venus allonger l'édifiant palmarès.

Toutes les mesures prises dans le domaine des devises tendent en dernière analyse à deux fins éventuelles : a) protéger la monnaie nationale contre un affaiblissement générateur d'une réduction des stocks d'or et de devises — c'est même là l'origine première et essentielle de leur institution ; b) Mais aussi à protéger la production nationale contre les importations d'origine étrangère. Cela est si vrai que dans bien des pays, où la nécessité de protéger la monnaie et le crédit avait disparu, on a néanmoins conservé la réglementation des devises et on l'a inscrite dans l'arsenal des mesures restrictives des importations.

Quoi qu'il en soit des fins poursuivies, les résultats ont été les mêmes : une grande partie des devises provenant des exportations s'est trouvée indisponible à l'étranger pour le règlement de la dette publique. À cet égard il est curieux de remarquer que ce régime restrictif des changes fonctionne dans presque tous les pays avec qui la balance commerciale des pays Balkaniques présentent un solde excédentaire.

En 1933, la balance commerciale de la Bulgarie a été excédentaire avec l'Allemagne pour 184,2 millions de léva ; l'Autriche, pour 140 millions ; l'Espagne, pour 138,9 millions ; l'Égypte, pour 58 millions ; la Pologne, pour 25,5 millions ; la Hongrie, pour 14,5 mil-

lions. Or, dans aucun de ces pays, le trafic des devises n'est complètement libre. On doit même observer que le régime adopté y représente le maximum de rigueur surtout en Allemagne, en Autriche et en Hongrie. Les exportations des autres pays Balkaniques, Grèce, Roumanie, Yougoslavie se font également surtout à destination des pays de l'Europe Centrale et Orientale, danubienne et balkanique dans chacun desquels fonctionne un système plus ou moins rigoureux de réglementation.

Tous les systèmes de réglementation institués ne présentent pas en effet la même rigueur. A ce point de vue, les difficultés éprouvées pour rapatrier les avoirs détenus à l'étranger ne sont pas partout les mêmes.

1° Un premier stade réside dans l'institution d'une simple surveillance des entrées et des sorties de devises, sans qu'aucune restriction proprement dite ne soit apportée à leur commerce. Ce fut le système adopté pendant quelques mois par la Grande-Bretagne qui a maintenant abandonné tout contrôle des changes. Dans d'autres pays, l'Etat se garde aussi de cette nouvelle ingérence dans la vie économique mais pratiquement les grandes banques procèdent, de leur propre initiative à certaines discriminations ou à des rationnements dans l'attribution des devises. C'est le cas pour la Suède et la Norvège où l'on s'est refusé à instaurer toute réglementation officielle des changes, mais où la pénurie effective des devises étrangères a conduit aux pratiques bancaires rapportées ci-dessus. Ailleurs les banques n'attribuent de change étranger à leur clientèle que dans la proportion de leurs propres rentrées en devises. Dans ces pays, les restrictions proviennent presque uniquement d'une pénurie effective de devises étrangères.

2° Un second stade de la réglementation consiste à n'autoriser les opérations de change que sous le contrôle immédiat de la Banque Centrale d'émission et le plus fréquemment c'est cette dernière qui fixe le cours officiel et limite strictement le montant des devises mises à la disposition des importateurs, suivant les avis d'organismes spécialement habilités à cet effet : les Commissions de Contrôle des Changes. Le cours fixé par la Banque Centrale se rapproche parfois de celui coté sur les marchés libres, mais le plus souvent, il s'en écarte considérablement. Un exemple célèbre est celui de la Grèce où fin avril 1932, peu de jours avant l'abandon de l'étalon-or, le cours officiel était de 375 drachmes pour une livre sterling, alors que sur le marché libre la cote s'élevait à près de 600 drachmes.

A ce stade, la livraison des moyens de change pour régler les dettes commerciales n'est généralement autorisée que sur production de la facture et de la déclaration d'importation. Encore ne peuvent-ils être accordés qu'après un délai réglementaire de quelques mois à dater de la déclaration d'importation ; dans la pratique même ces délais se trouvent bien souvent reculés. En outre, cette réglementation se trouve en deuxième lieu aggravée par une interdiction générale d'attribution de devises, lorsqu'il s'agit de marchandises qui ne sont pas considérées comme de première nécessité ; la liste de ces objets, dits de luxe, est infiniment variable. Des réglementations semblables, avec certaines variantes et atténuations se rencontrent dans toute une série de pays, parmi lesquels on peut citer la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Danemark, l'Esthonie, la Grèce, la Léthonie, la Tchécoslovaquie, la Bulgarie, la Turquie, etc...

Le trait commun de ces réglementations est de n'autoriser les nationaux des pays en cause à se procurer des devises étrangères, que par l'intermédiaire d'offices spécialement habilités à cet effet et dont la mission consiste à contingenter les dites devises suivant certains critères : importance des besoins à couvrir pour les importations, etc...

3° Vient ensuite le dernier palier, celui des cas extrêmes — devenus d'ailleurs multiples — et qui est caractérisé par l'interdiction absolue de payer les importations en devises étrangères, le montant des créances échues étant automatiquement versé à des comptes bloqués après avoir été convertis dans la monnaie du pays importateur, à un cours fixé par la Commission du Contrôle des Changes. C'est ce que l'on observe en Autriche, en Hongrie où fonctionne le régime restrictif des changes le plus rigoureux. C'est ce qui se passe également en Allemagne et en Yougoslavie.

Avec ce système, il est impossible de pouvoir disposer des devises qui proviennent des exportations ; elles se trouvent absolument immobilisées. Mais un pareil régime risque de paralyser et d'étouffer le commerce extérieur puisque aucun règlement extérieur ne peut être opéré autrement que dans la monnaie du débiteur. Aussi pour assurer le maintien d'un certain courant d'échanges avec les pays où est établi ce contrôle de devises, et pour permettre aux détenteurs de créances bloquées à l'étranger de rentrer dans tout ou partie de leurs fonds, a-t-on songé à organiser un règlement de comptes par voie de compensation.

Mais si le système des compensations a la faveur des créanciers à titre commercial, il préjudicie par contre gra-

vement aux créanciers à titre financier : porteurs de rentes et de valeurs mobilières. Car il tend à établir une discrimination arbitraire entre les deux sortes de créanciers. En effet, la base de ces accords bilatéraux de compensation, ou Clearing de change, consiste dans la prohibition de tout transfert direct de moyens de paiement entre débiteurs et créanciers et dans l'institution d'une organisation centrale chargée d'effectuer la compensation entre les dettes et les créances commerciales réciproques entre deux pays. Les acheteurs payent obligatoirement leurs dettes dans leur monnaie nationale à l'office de compensation, au compte de la Banque Nationale où résident leurs créanciers, compte qui est administré par la banque d'émission du pays où se trouvent les débiteurs. Et les créanciers à titre commercial, de leur côté, reçoivent de leur Banque Nationale et, en monnaie de leur pays, la contre-valeur des paiements effectués par leurs débiteurs, au taux de la parité des deux monnaies en question.

De la sorte, les devises provenant des exportations se trouvent presque entièrement absorbées pour le règlement des importations. Et s'il y a un solde pouvant servir à effectuer le service de la dette extérieure, il ne peut généralement pas être utilisé, parce qu'il demeure bloqué. S'il ne l'est pas, sa faiblesse est telle qu'il ne couvre qu'une part insuffisante des sommes nécessaires pour le service de la dette.

Les accords de compensation passés par les pays Balkaniques se sont multipliés en 1932 et surtout en 1933. Une généralisation trop complète de ce système risquait de les priver de toutes ressources en devises étrangères libres ; aucun paiement n'aurait donc pu être effectué au titre de la dette publique. Aussi s'efforcèrent-ils de

limiter ces accords de compensation à quelques produits déterminés et de se réserver un certain pourcentage en devises libres sur le produit de leur exportations. Ce pourcentage varie généralement entre 20 et 30 0/0. Du moins en est-il ainsi dans la plupart des accords de compensation passés par la Bulgarie et la Yougoslavie.

Il serait intéressant de connaître pour chacun des pays Balkaniques considérés la quantité de devises qui se trouve ainsi « bloquée » ou « gelée » dans les Banques Nationales étrangères, à la suite de l'établissement des mesures de contrôle des changes. Car il ne suffit pas de connaître seulement la valeur des excédents de la balance commerciale, il faut encore savoir la quantité de devises provenant de cet excédent dont ils peuvent librement disposer pour l'acquittement de leurs dettes extérieures. L'indisponibilité des devises, bien qu'elle soit par sa nature différente de la pénurie que nous avons examinée, aboutit en fait, à des résultats identiques : rendre impossible les règlements internationaux.

Malheureusement les données statistiques ne nous renseignent pas ou insuffisamment sur le pourcentage des devises bloquées et sur celui des devises libres. Toutefois, les renseignements fournis par le Commissaire de la Société des Nations en Bulgarie, dans son rapport trimestriel, sont très précieux à cet égard. Au premier trimestre 1932, la quantité de devises étrangères bloquées, achetées par la Banque Nationale de Bulgarie, n'était que de 56,3 millions de léva (6,1 0/0) ; au quatrième trimestre 1933, elle s'élevait à 497,9 millions de lévas (71,7 0/0). Les devises libres qui étaient alors de 873,6 millions de léva étaient descendues à 196,3 millions de léva. Près de la moitié des devises provenant des exportations bulgares se

trouvent à présent bloquée dans les Banques Nationales étrangères et sont réglées par voie de Clearing.

Quand, au mois d'août 1933, la Roumanie proclama le moratoire de transfert de ses dettes extérieures, les ressources en devises libres dont elle disposait n'étaient que de 498 millions de lei ; 215 millions de lei se trouvaient bloqués et indisponibles en Autriche, Bulgarie, Grèce, Yougoslavie et Hongrie. La proportion des devises libres n'est certainement pas supérieure en Grèce et en Yougoslavie, étant donné que la majeure partie de leur commerce d'exportation a la même destination, au point de vue géographique, que celui de la Bulgarie et de la Roumanie. Mais des renseignements précis font défaut à leur sujet.

Cette indisponibilité des devises a contribué à accentuer la gravité de la pénurie à laquelle se sont heurtés les pays Balkaniques pour effectuer le transfert du service de leurs dettes. En effet, la réglementation des changes et la suspension de l'étalon-or ont agi directement sur les échanges internationaux pour en diminuer le volume. À ce titre, elles ont été un des facteurs importants de la pénurie des devises dans les pays Balkaniques. Il ne faut pas cependant confondre la pénurie et l'indisponibilité des devises ; l'une est la conséquence de phénomènes économiques indépendants de la volonté, comme la faiblesse des revenus invisibles; l'arrêt des mouvements de capitaux, ou l'insuffisance des excédents de la balance commerciale ; l'autre, au contraire, n'a été réalisée que par la volonté des Etats et pour enrayer la première. Elle est susceptible de disparaître quand les Banques Nationales jugeront que leurs réserves n'ont plus besoin d'être défendues.

## DEUXIEME PARTIE

---

### CHAPITRE I

#### CONSIDERATIONS GENERALES

La première partie de cette étude a été consacrée à l'examen des difficultés rencontrées par les pays Balkaniques pour faire face au payement de leur dette extérieure. Nous avons vu qu'aux difficultés proprement budgétaires, se traduisant par une diminution des recettes des Etats, s'ajoutaient des difficultés de transfert se manifestant, soit par une pénurie de devises étrangères, soit par une indisponibilité de ces mêmes devises et du stock métallique. D'où leur impuissance avouée à effectuer le service de leurs dettes.

A une situation aussi alarmante, il fallait apporter des remèdes que l'on chercha concurremment sur le plan national et sur le plan international. Aux mesures prises dans l'ordre interne se rattachent les efforts faits pour équilibrer le budget et obtenir des excédents de la balance commerciale. Des résultats appréciables quoique insuffisants et variables suivant les pays purent être obtenus. Sur le plan international, les objectifs plus limités tendaient à obtenir, au moyen d'ententes internationales, une revalorisation du prix des produits agricoles, la suppression des entraves apportées à leurs exportations ou

tout au moins un traitement préférentiel pour la vente de leurs principaux produits. Mais les nombreuses conférences où furent débattues ces questions semblent bien constituer autant d'échecs certains, que ce soit celle de Varsovie (1) ou celle de Stresa (2), en 1932, pour ne citer que les plus célèbres.

Une solution ne put donc être donnée au problème du paiement de la dette extérieure des pays Balkaniques, selon des méthodes financières et économiques normales. Ce qui rendit inévitable en 1932 et 1933 une succession de suspensions partielles ou totales du service des dettes à long terme, tant privées que publiques.

Dans certains pays, ces suspensions ne portaient que sur le transfert du service de la dette. Le cas est toutefois plutôt rare. La plupart du temps, il y eut défaut de paiement partiel ou total.

Les défaillances des pays Balkaniques prennent place dans une longue série dont l'histoire peut être divisée en trois périodes :

A) La première qui comprend approximativement les premières années de la crise jusqu'à la fin de 1931 est surtout marquée par une série de défauts de la part d'Etats débiteurs faibles, notamment en Amérique du Sud. Comme le montrent les rapports successifs du « British Council of Foreign Bondholders », il existe dans le monde un volume considérable de dettes impayées et ce défaut de paiement constitue un problème depuis de nombreuses années. Depuis 1929, les arriérés des inté-

(1) Voir les conclusions et les recommandations du rapport de la Conférence de Varsovie dans *Europe Nouvelle*, du 27 août 1932.

(2) Sur la Conférence de Stresa voir article paru la *Revue Politique et Parlementaire*, octobre 1932.

rêts et de l'amortissement se sont accumulés ; et il s'en est produit de nouveaux dans toute l'Amérique du Sud.

B) On entra dans une nouvelle phase faisant prévoir la panique financière du printemps 1932, au moment où en décembre 1931, la Hongrie fut forcée de déclarer par un acte unilatéral un moratoire de transfert visant le service de la dette extérieure, à l'exception du service de l'emprunt de la Société des Nations. Les paiements continuèrent à être effectués en pengoes ; ils ne pouvaient être transférés, par suite du manque de devises étrangères. En avril 1932, la Bulgarie prit un arrangement avec les porteurs de titres d'emprunts de l'Etat en vue de ramener le montant du service de la dette transférée à une portion plus faible. Ce montant fut ensuite modifié à plusieurs reprises. En avril également, après des négociations analogues, la Grèce suspendit le transfert des paiements d'amortissement et en mai ramena à 50 o/o les paiements transférés au titre des intérêts des dettes publiques. Depuis, à la suite d'accords avec les porteurs, ce pourcentage a été abaissé. En novembre 1932, la Yougoslavie cessa également de transférer le service de sa dette et en janvier 1933 négocia un moratoire de trois ans avec ses créanciers. En janvier 1933, la Roumanie après avoir consulté les associations de porteurs étrangers suspendit ses payemens au titre de l'amortissement, sous réserve de certaines exceptions. Toutefois, elle se réserva le droit de rouvrir les négociations en cas d'aggravation de la situation.

C) La troisième phase débuta en juin 1933, peu avant la réunion de la Conférence Monétaire et Economique, lorsque l'Allemagne déclara qu'elle était obligée d'envisager un moratoire de transfert sur toutes ses dettes

extérieures. La situation relative aux dettes à long terme fut discutée et il fut convenu que les intérêts devaient avoir priorité sur les paiements au titre de l'amortissement et que les emprunts Dawes et Young bénéficieraient d'un traitement préférentiel. L'exemple allemand devait être fâcheux ; en août, la Roumanie proclamait un moratoire général de ses dettes et depuis les pays débiteurs des Balkans se montrèrent plus hardis dans leurs prétentions au cours des négociations qui suivirent.

La situation était donc entrée dans une nouvelle phase au moment où la Conférence Monétaire et Economique discuta le problème de l'endettement international. Des moratoires de transfert accompagnés de mesures, telles que des réductions de paiements au titre de l'intérêt ou des suspensions de versements au titre de l'amortissement avaient été déclarés en Roumanie, Grèce, Bulgarie et Yougoslavie. D'autres moratoires de transfert ne comportant pas de réduction du service de la dette étaient en vigueur en Hongrie et en Autriche, et un autre pour l'Allemagne entra en vigueur le premier juillet. D'une façon générale, les versements en monnaies nationales continuaient à être effectués à des comptes bloqués à la Banque Nationale. L'usage de ces comptes bloqués variait considérablement. Dans quelques pays, les créanciers pouvaient les utiliser pour des paiements à l'intérieur et effectuer des prélèvements sur eux pour les dépenses de tourisms et dépenses analogues, parfois librement, mais le plus souvent moyennant l'autorisation de la Banque Centrale. Dans la plupart des pays ces sommes bloquées ont été prêtées à nouveau à l'Etat pour venir en aide aux besoins de la Trésorerie. Dans ce cas, on a procédé à une certaine consolidation de ces disponibilités par l'émis-

sion de certificats de l'Etat à longue échéance ou de billets à long terme. Dans les pays débiteurs de l'Europe, les consolidations auxquelles il a été procédé se sont toutes effectuées par voie d'accords privés entre débiteurs et créanciers.



Au mois de juillet 1933, se tint à Londres, la Conférence Economique et Monétaire. L'impasse où se trouvaient les Etats débiteurs y fit l'objet de longues discussions au sein de la première sous-commission financière chargée d'étudier les mesures immédiates de redressement (1). Il ne pouvait en être autrement, car l'instabilité monétaire et l'endettement des Etats étaient deux problèmes qui restaient au premier plan des questions à résoudre, si l'on voulait arriver au rétablissement des relations normales entre les nations et au redressement de l'économie mondiale. La disproportion entre les revenus et les charges des pays débiteurs semblait d'ailleurs devoir continuer, du moment qu'aucune amélioration durable de la balance commerciale ne pouvait être enregistrée.

Tous les représentants des Etats débiteurs furent d'accord à cette Conférence sur la nécessité d'opérer des ajustements d'un caractère définitif, tandis que les Etats créanciers voulaient à tout prix, réserver l'avenir. Au nom des Etats débiteurs, M. Madgearu, ministre des finances de Roumanie déposa, devant la sous-commission des mesures temporaires de redressement financier, un projet de résolution qui constitue en quelque sorte la

(1) Voir Journal de la Conférence Economique et Monétaire.

charte des pays débiteurs, particulièrement des pays Balcaniques et Danubiens.

Dans ce projet, il déclarait que le déséquilibre qui s'est produit dans les finances publiques et dans la balance des paiements de certains Etats débiteurs, à la suite de la baisse catastrophique des produits agricoles, exigeait que les dettes extérieures soient ajustées et réglées de façon définitive. Ces arrangements étaient absolument nécessaires en vue de laisser un répit suffisant pour donner plein effet aux mesures de restauration économique et financière. Mais afin de conserver l'organisation du crédit et de favoriser le rétablissement de la confiance, il était indispensable que ces arrangements soient effectués par voie d'accords entre les créanciers et les débiteurs. Pour cela, il était nécessaire de créer une procédure qui permettrait aux débiteurs d'entamer des négociations avec les représentants dûment autorisés des créanciers. A cette fin, M. Madgearu proposait : a) la création dans chaque pays créancier d'une ou plusieurs organisations destinées à représenter les porteurs de titres, de sorte que tout accord conclu avec ces organisations puisse être effectivement à l'abri de l'opposition des porteurs isolés. b) du moment qu'une des parties adresserait à l'autre une demande de négociations, celle-ci ne pourrait s'y refuser. c) ces arrangements devraient être basés sur la capacité de paiement et de transfert des pays débiteurs. d) Enfin, au cas où les deux parties ne tomberaient pas d'accord, une procédure de conciliation devrait être prévue.

Après les doléances des pays débiteurs sur les difficultés rencontrées pour remplir leurs obligations internationales, la sous-commission entendit avec M. Neville Chamberlain, les observations d'un pays créancier. Le

délégué britannique déclara que les efforts accomplis par les pays débiteurs pour remplir leurs obligations commandaient le respect de tous ; car le maintien de leur crédit n'est pas soutenu dans leur intérêt mais présente encore la plus grande importance pour le fonctionnement normal du système économique du monde. S'ils se mettaient à pratiquer à l'intérieur du pays des politiques financières pernicieuses pour leur crédit sur les marchés mondiaux, ils pourraient facilement rendre vains les efforts qui ont été entrepris pour rétablir le fonctionnement normal du crédit international. Le délégué britannique était convaincu que ces pays regarderaient au delà de leurs difficultés présentes et s'efforceraient de conserver la confiance et le bon vouloir de ceux qui les ont aidés dans le passé et désirent les aider encore dans l'avenir.

Mais il ne lui sembla pas que les difficultés du temps présent soient telles qu'elles exigent un réaménagement permanent des dettes à long terme. Un relèvement général des prix mondiaux pouvait, selon lui, affecter de façon très substantielle la situation des débiteurs, à l'avantage de ceux-ci. Toutefois il reconnut qu'il y avait des cas où des ajustements temporaires pourraient être nécessaires ; mais ces ajustements devaient varier selon les conditions propres à chaque pays.

La façon naturelle de procéder à ces ajustements consisterait en des négociations entre débiteurs et créanciers. A ce sujet, il fut d'accord pour reconnaître avec le délégué roumain, que l'absence d'organisation parmi les porteurs constituait une grande gêne pour les Etats débiteurs. Par contre, M. Chamberlain trouva la proposition du délégué hongrois, de créer une organisation internationale des créanciers, inutilement compliquée. En effet, en

cherchant à réaliser l'accord parmi les créanciers des diverses catégories d'emprunts existants, dans les divers pays, on perdrait beaucoup de temps et on risquerait de créer plus de frottements qu'on en ferait disparaître. A défaut de cette organisation internationale, il serait toujours possible de convoquer des réunions mixtes des représentants des diverses associations nationales.

Etant donné la variété des situations, tant entre les divers pays débiteurs qu'entre les différentes catégories de créanciers, le représentant britannique se montra opposé à l'établissement d'une procédure trop rigide et trop uniforme. Il n'exclut pas la possibilité de créer un mécanisme propre à favoriser les accords entre débiteurs et créanciers. Mais il souhaita que l'on en fixât d'avance les conditions de fonctionnement. Toutefois tout ce qui ressemblerait à un organisme d'arbitrage lui parut devoir être écarté. Ce qu'il désirait, c'était un organisme impartial faisant autorité, que toutes les parties intéressées pourraient accepter et qui serait capable de donner des avis. A cet égard, la précieuse expérience acquise par le Comité Financier de la Société des Nations ne devrait pas être oubliée.

Ces observations du délégué britannique représentent avec de légères variantes de détail le point de vue des porteurs français, italiens, belges, suisses, etc... Elles furent concrétisées dans un projet de résolution que M. Chamberlain soumit à l'examen du Comité de rédaction. Celui-ci acheva ses travaux sur le problème de l'endettement le 18 juillet et établit un texte qui fut adopté le 21 juillet devant la Commission Monétaire et Financière réunie en séance plénière.

Cette résolution constitue une sorte de compromis entre les diverses tendances qui s'étaient manifestées au

cours des débats sur l'endettement des Etats. Elle pose comme principe fondamental le respect des contrats, mais insiste sur le besoin d'adapter les obligations aux circonstances. Le texte de cet important projet est ainsi conçu :

1) Le service des dettes extérieures constitue à des degrés divers un élément important du passif de la balance des comptes de nombreux pays et peut seulement être assuré si les pays débiteurs peuvent se procurer les ressources nécessaires. La facilité plus ou moins grande avec laquelle ces ressources peuvent être obtenues est susceptible de dépendre dans le présent ou dans l'avenir de la reprise de l'activité économique et du crédit. Un retour à un degré raisonnable de liberté dans les mouvements de marchandises et de services aiderait à cet égard et les pays créanciers notamment ont en ce sens une coopération à apporter. Elle dépendra également de la politique économique et financière adoptée par le pays débiteur. Dans les circonstances présentes une solution du problème de l'endettement peut donc dans certains cas être nécessaire pour le rétablissement de l'équilibre. Elle ne doit cependant pas être recherchée au détriment du crédit.

2) Les conditions varient considérablement selon les pays débiteurs et il ne paraît pas possible d'établir des règles uniformes applicables à tous les cas. Les débiteurs doivent faire tous efforts pour assurer le service de leurs dettes et pour remplir leurs obligations. Le respect des contrats en l'absence de modifications acceptées d'un commun accord par les parties intéressées est en effet indispensable pour la restauration du crédit.

3) Quand des arrangements sont reconnu nécessaires ils devraient être faits avec le souci commun de maintenir la confiance. Ils devraient donc être limités aux cas où ils sont inévitables, être conclus directement entre les débiteurs et les créanciers et être fondés sur la capacité de paiement des débiteurs. En ce qui concerne les emprunts d'Etat, il est de l'intérêt même des créanciers de conclure des arrangements susceptibles de permettre l'adoption simultanée par les pays débiteurs de programme de restauration économique et financière et l'application effective de ces programmes.

4) Il est désirable qu'à l'intérieur de chacun des pays intéressés des organisations appropriées puissent représenter les différentes catégories de créanciers au titre d'emprunts étrangers, aussi bien le cas échéant, à court terme qu'à long terme et que ces organisations maintiennent entre elles tels contacts qui pourraient être nécessaires pour faciliter leur tâche. La commission recommande aux gouvernements des dits pays d'encourager la création et la liaison entre elles d'organisations de ce genre, là où elles n'existent pas encore, lorsque et dans la mesure où une action en ce sens peut, à leur avis, être utilement envisagée.

5) La question des dettes intergouvernementales est en dehors de domaine des discussions de la Conférence.



La question qui semble avoir dominé les discussions au sein du sous-comité de la Commission Financière est

donc celle de la constitution d'associations de créanciers, capables de discuter avec les gouvernements en détresse et possédant suffisamment d'autorité et de pouvoirs pour prendre des décisions qui s'imposent à tous. Mais l'existence de ces organisations ne présentent pas moins d'intérêt pour les porteurs de fonds d'Etat et de valeurs mobilières, que pour les Etats débiteurs eux-mêmes. En effet, les créanciers représentent une poussière d'individus sans entente entre eux et sans qualité pour accorder les aménagements nécessaires, par conséquent sans défense. Aussi s'est-il créé bien avant les récentes suspensions de paiement, dans chacun des grands pays prêteurs de capitaux, Grande-Bretagne, France, Suisse, Belgique, Pays-Bas, des associations de porteurs chargées de les représenter dans la défense de leurs droits.

Trois de ces associations surtout sont célèbres : Le « British Corporation of Foreign Bondholders », « L'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières<sup>2</sup> », et « Le League Loans Committee ». Cette dernière association est la plus récente de toutes. Elle fut créée après guerre pour défendre les droits des porteurs des emprunts internationaux émis sous les auspices de la Société des Nations, par des pays tels que l'Autriche, la Hongrie, la Bulgarie, la Grèce et l'Esthonie.

Ces associations sont habilitées par leur gouvernement ou la Société des Nations à défendre les droits de leurs membres. En France, l'A.N.P.F.V.M. (1) a été constituée en 1898 sous le patronage de la Chambre Syndicale des Agents de change de Paris et a été reconnue d'utilité publique. C'est donc un organisme semi-officiel.

(1) L'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières.

Elle a un double rôle : a) centraliser les documents et les renseignements se rapportant au pays qui demandent une modification du service de leur dette ; b) constituer des Comités de Défense des porteurs de fonds d'Etat étrangers.

Ce sont ces Comités créés par elle qui entreprennent les négociations avec les Etats défaillants. Il convient d'insister un peu sur le détail de leur organisation et de leur fonctionnement. Nous prendrons pour exemple le Comité de Défense des Porteurs de Fonds d'Etat Héliéniques créé le 15 juin 1932 ; tous ces comités ont les mêmes statuts.

Ils sont constitués en associations déclarées dans les formes prévues par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901. L'adhésion à eux résulte de l'acquiescement aux statuts et du paiement de la cotisation. Leur siège est établi à Paris dans les bureaux de l'A.N.P.F.V.M. Leur durée est fixée en principe au temps nécessaire pour obtenir que les intérêts des porteurs soient effectivement sauvegardés. Les Comités ne sont dissous que lorsque les actions judiciaires ou extra-judiciaires engagées ont pris fin ou deviennent sans objet.

Le Comité centralise tous les droits et actions attachés aux obligations dont les propriétaires ont adhéré aux statuts et a seule qualité pour l'exercice au seul profit de les droits. Par suite, son action s'exerce au seul profit de ses adhérents et non en faveur de tous les porteurs sans exception de fonds publics. Chaque associé garde, bien entendu, la propriété exclusive et personnelle de ses obligations. Mais si le développement de la procédure l'exige, le Comité peut prescrire le dépôt des obligations sous son dossier auprès des banques qu'il désigne. Les frais

que nécessite l'action du Comité sont couverts par des contributions des associés.

Les Comités sont administrés par un certain nombre d'administrateurs qui les représentent valablement et qui peuvent agir ensemble ou ès-qualité. Leurs pouvoirs sont très étendus. C'est ainsi qu'ils doivent exercer tous les droits et actions attachés aux obligations, faire exécuter tous les engagements pris envers les porteurs de fonds publics, exercer toutes poursuites, contraintes et diligences nécessaires ; plaider, traiter, transiger, compromettre, obtenir tous jugements, les faire exécuter, produire à tous ordres et contributions, se faire délivrer tous bordereaux de collocation, en recevoir le montant, donner quittance et décharge, convoquer l'Assemblée Générale des associés, en fixer l'ordre du jour, faire exécuter les résolutions de l'Assemblée Générale. Ces pouvoirs sont d'ailleurs énonciatifs et non limitatifs.

Les associés choisissent l'A.N.P.F.V.M. pour recevoir les comptes des administrateurs et s'en remettent à elle pour leur donner quitus. Ils peuvent être réunis par les administrateurs en Assemblée Générale pour délibérer sur toutes questions relatives à leurs intérêts communs. Tout porteur d'obligations ayant satisfait aux conditions requises pour l'adhésion au Comité est de droit membre de l'Assemblée Générale. Les décisions y sont prises à la majorité des voix et sont valables pour tous les associés. Le rôle principal de l'Assemblée Générale est d'approuver les négociations qu'ont entreprises les administrateurs et les actes qui ont été passés. Pratiquement l'Assemblée est rarement réunie.

L'A.N.P.F.V.M. a toujours rempli son rôle au mieux des intérêts de ses adhérents et des porteurs fran-

çais. Sûre du bon droit des intérêts qu'elle a pour mission de défendre, elle sait allier la fermeté nécessaire à la compréhension la plus large des difficultés rencontrées par les Etats défailants. Ses interventions sont innombrables. Si parfois les résultats qu'elle a obtenus paraissent insuffisants, il ne faut pas oublier qu'elle a à négocier avec des Etats souverains qu'il n'est pas souvent aisé d'amener à composition et sur lesquels elle ne possède aucun pouvoir de contrainte. De plus, le gouvernement français, pour des raisons de politique extérieure, ne lui accorde pas toujours l'appui qui serait nécessaire pour mener à bien ses réclamations. Enfin l'énergie de son action se trouve dans bien des cas contrecarrée par l'indulgence excessive manifestée par certaines associations étrangères de porteurs, notamment le « League Loans Committee », trop enclin à accepter sans discussions les recommandations indulgentes du Comité Financier de la Société des Nations.

Sa politique au cours des trois dernières années se trouve parfaitement résumée dans cette déclaration contenue dans son rapport présenté à l'Assemblée Générale pour l'année 1933 : « Notre action a tendu à limiter au « minimum les sacrifices imposés aux porteurs à la suite « de moratoires édictés depuis trois ans par de trop nombreux gouvernements européens et sud-américains. « Toutes les fois que nous avons été en mesure de le « faire, nous avons, en liaison avec les associations étrangères intéressées, négocié avec ces gouvernements des « accords de courte durée permettant au porteur de recevoir immédiatement les montants dont le transfert « était possible et réservant leurs droits pour l'avenir. « Nous nous sommes ainsi efforcés de maintenir les gouvernements dans le plan des relations contractuelles

« et de combattre la tendance de certains d'entre eux à  
« considérer la question de leur Dette Publique exté-  
« rieure comme une question secondaire et susceptible  
« d'être réglée par des décisions unilatérales de leur part.  
« Le péril à éviter dans les circonstances difficiles que  
« nous traversons est en effet que les Etats ne s'accoutu-  
« ment à leur défaillance et ne fassent pas d'efforts  
« sérieux pour y remédier, même lorsque leur situation  
« budgétaire ou monétaire leur offre la possibilité de  
« donner à leurs créanciers certaines satisfactions ».

---

## CHAPITRE II

### LA POLITIQUE DE MORATOIRE EN BULGARIE

Les porteurs étrangers de fonds bulgares ont éprouvé depuis la guerre de nombreuses vicissitudes, voyant sans cesse leurs créances se rétrécir comme la peau de chagrin, à chaque négociations entreprises avec le gouvernement bulgare. Bien entendu, au cours de la guerre européenne, le contrôle du service de la dette publique extérieure fut supprimé *de facto*. Le gouvernement bulgare, par l'intermédiaire de la Légation des Pays-Bas à Sofia, qui était chargée de la protection des intérêts des ressortissants de l'Entente, communiqua au gouvernement français la suppression du contrôle financier, suppression que celui-ci considéra comme nulle, ayant été décidée d'une manière unilatérale. Il convient de noter que les Neutres et les Alliés de la Bulgarie continuèrent à toucher les coupons de leurs titres d'emprunts bulgares. Mais, par contre, les sujets des Etats en guerre ne touchaient rien ; le montant de leurs coupons était déposé à la Banque Nationale, en compte spécial, au courant duquel la Légation des Pays-Bas était tenue. De cette façon, quand après l'Armistice, le représentant des porteurs français se rendit à Sofia, le compte en question à la Banque Nationale Bulgare s'élevait à 68.066.641 lévas, y compris la dette à l'égard de la Russie.

Immédiatement après l'Armistice, en 1919, la Bulgarie, après un règlement relatif, reprit le service de ses

emprunts publics, à l'exception des emprunts 4,75 o/o 1909 et de la dette de la Roumèlie envers la Russie. Par le règlement provisoire survenu, la Bulgarie s'engageait à remplir ses obligations à l'avenir et à régler les arriérés en versant des coupons doubles. Mais il fut convenu que la reprise du service des dettes extérieures bulgares se ferait non en or, mais en francs français, chose qui, étant donné la dépréciation croissante du franc, diminuait sensiblement le poids de sa dette. Le paiement en francs français se fit jusqu'au 31 mars 1922. A cette date survint un accord à la suite duquel il y eut trois catégories d'obligataires : 1° ceux qui étaient payés en francs français, c'est-à-dire ceux dont la devise nationale était équivalente au franc ou moins dépréciée ; 2° Ceux qui étaient payés dans leur devise nationale, c'est-à-dire dont la devise était plus dépréciée que le franc et moins que le léva ; 3° Enfin ceux qui étaient payés en léva, c'est-à-dire ceux dont la devise nationale était au-dessous du léva. Cet accord resta en vigueur jusqu'au 31 mars 1924.

Par suite de la chute croissante du franc en 1925, les obligataires demandèrent que le service des emprunts s'effectuât de nouveau dans la monnaie la plus saine de leur choix, livre ou florin, pour un certain pourcentage de leurs coupons. En particulier, les porteurs français des emprunts 1902, 1904 et 1907 demandèrent qu'en raison des garanties de ces emprunts il leur soit accordé un pourcentage supérieur à celui accordé aux emprunts non garantis. Ils faisaient valoir notamment que les plaintes de la Bulgarie contre les lourdes obligations que lui imposait le Traité de Neuilly en ce qui concerne les Réparations, ne correspondaient pas à la réalité après l'accord Stamboulisky de 1923, qui réduisait la charge des Réparations

à la somme forfaitaire de 500 millions de francs-or payables jusqu'en 1953. Les porteurs anglais et hollandais parvinrent à un accord en mars 1924 ; mais l'exécution en resta suspendue en raison de l'échec avec les porteurs français qui demandèrent le paiement de 75 0/0 en or.

D'autres négociations suivirent sans interruption et elles aboutirent à l'Accord provisoire du 25 juin 1925, établissant un régime qui est resté en vigueur jusqu'au 31 mars 1927. Il y était spécifié que pendant trois ans, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1924, le service de ces emprunts se ferait dans la devise ayant le cours le plus apprécié et suivant une échelle variant de 30 0/0 à 42 0/0. Cet accord ne s'appliquant qu'aux porteurs dont la devise était égale au moins au franc et qui avaient acquis leurs obligations avant le 8 juillet 1922, il fut délivré aux porteurs ne remplissant pas ces conditions, de nouvelles feuilles de coupons, de façon à maintenir la distinction. Cet accord reconnaissait également un moratoire de trois ans pour le paiement de l'amortissement.

L'Accord du 23 juin 1925 n'était qu'un accord provisoire. Aussi, lorsqu'au mois de juin 1926, la Société des Nations fut appelée à prendre sous son égide l'émission de l'emprunt des Réfugiés, le Comité Financier recommanda un règlement définitif des emprunts bulgares d'avant-guerre. Les pourparlers engagés à Londres avec les représentants des porteurs anglais, français et hollandais aboutirent à la Convention du 11 décembre 1926, qui devait entrer en vigueur le 31 mars 1927 et qui est la nouvelle charte financière des emprunts bulgares d'avant-guerre.

### *La Convention de 1926*

Aux termes de cette Convention, le service des coupons à échéance à partir du 1<sup>er</sup> avril 1927 devait subir une valorisation progressive suivant l'échelle de pourcentage suivante :

|                                               | Emprunts |        | Emprunts |        | Emprunts |        |
|-----------------------------------------------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 1 <sup>er</sup> Avril-1 <sup>er</sup> Avril.. | 6        | % 1892 | 5        | % 1902 | 4,5      | % 1909 |
|                                               | 5        | % 1896 | 5        | % 1904 |          |        |
|                                               |          |        | 4,5      | % 1907 |          |        |
| 1927-30 .....                                 | 37       | %      | 49       | %      | 35       | %      |
| 1930-33 .....                                 | 43       | %      | 56       | %      | 40       | %      |
| 1933-36 .....                                 | 48       | %      | 63       | %      | 45       | %      |
| 1936-39 .....                                 | 53       | %      | 70       | %      | 50       | %      |
| 1939-42 .....                                 | 59       | %      | 77       | %      | 55       | %      |
| 1942-45 .....                                 | 64       | %      | 84       | %      | 60       | %      |
| 1945-48 .....                                 | 69       | %      | 91       | %      | 65       | %      |
| 1948-51 .....                                 | 76,5     | %      | 100      | %      | 71,5     | %      |

a) Une différence dans l'écart des pourcentages triennaux groupait les emprunts d'après les gages affectés ; b) La reprise du service intégral fut prévue à dater du 1<sup>er</sup> avril 1948 pour les emprunts 1902, 1904 et 1907 et du 1<sup>er</sup> avril 1951 pour les emprunts 1892, 1896 et 1909 ; c) les paiements devaient être faits dans la monnaie contractuelle la plus appréciée, au gré des porteurs ; d) les tirages d'amortissement étaient suspendus du 1<sup>er</sup> avril 1927 au 1<sup>er</sup> avril 1933. Pendant cette période, le gouvernement pouvait racheter les titres en Bourse ; le 1<sup>er</sup> avril 1933 un nouveau tableau d'amortissement serait établi ayant pour base la quantité de titres de chaque emprunt restant en circulation. Toutefois la durée fixée ne devait pas dépasser de huit années le terme fixé par les contrats d'origine pour l'extinction des emprunts. Afin de faciliter le gouvernement dans l'amortissement des emprunts, il fut prévu que pendant la période du 1<sup>er</sup> avril 1933 au 1<sup>er</sup> avril 1948, la moitié seulement du

montant plein des quotes d'amortissement devrait être appliquée à des rachats en Bourse ou à des tirages. Toutefois ces derniers ne pouvaient être effectués que sur la base du pourcentage appliqué au paiement des coupons, au moment où auraient lieu les tirages d'amortissement. A partir du 1<sup>er</sup> avril 1948, les quotes-parts entières d'amortissement devaient être appliquées ; e) enfin l'article 8 auquel il sera fait souvent allusion par la suite, stipulait : « Si les conditions financières de la Bulgarie venaient à s'améliorer d'une manière sensible ou à empirer, le gouvernement bulgare et les Comités représentant les porteurs des emprunts intéressés auraient respectivement le droit de négocier la révision du présent arrangement par voie d'accord mutuel ».

A ces emprunts d'avant-guerre, régis par la Convention de 1926, s'ajoutent l'emprunt 6,5 0/0 1923 de l'Etat bulgare et les deux emprunts émis sous les auspices de la Société des Nations : l'Emprunt 7 0/0 1926, dit des Réfugiés et l'Emprunt 7,5 0/0 1928 de stabilisation. Ce sont les seuls emprunts extérieurs à long terme émis par le gouvernement bulgare depuis la guerre.

Le solde en francs-or des emprunts d'avant-guerre de l'Etat bulgare — non compris l'emprunt 5 0/0 1896 de la Banque Agricole de Bulgarie — s'élevait au 31 décembre 1932, à 364.306.780 francs-or.

A la même date, le solde des emprunts d'Etat 7 0/0 1926 et 7,5 0/0 1928 se montait à 215.551.630 francs-or.

Le montant des emprunts à long terme représentait une somme de 579.838.410 francs-or pour un total de

la Dette Publique extérieure s'élevant à 802.557.137 francs-or.

La dette des Réparations, ainsi que certaines dettes de guerre et d'après-guerre (parmi lesquelles l'emprunt 6,5 0/0 1923, la dette envers la Disconto Gessellschaft de Berlin ; les dettes envers la Roumanie et l'Italie) représentait une somme de 222.698.727 francs-or.

La dette intérieure ne s'élevait qu'à 254.056.423 francs-or sur lesquels 93.760.785 seulement provenaient d'emprunts publics et 115.938.729 francs-or avaient été prêtés par la Banque Nationale Bulgare.

Le fardeau de cette dette ne serait pas excessif, si le montant des emprunts, surtout de ceux d'avant-guerre, avait été employé à des dépenses productives. Malheureusement, leur produit servit généralement à couvrir les déficits laissés dans le budget par les grosses dépenses d'armements engagées par la Bulgarie jusqu'en 1914. La Bulgarie paye aujourd'hui ses erreurs, mais ses créanciers en supportent aussi les conséquences. Toutefois, la proclamation du Moratoire Hoover en 1931 l'a déchargée du paiement des Réparations. En dépit de cela, le service plein de sa dette extérieure nécessite une grosse provision de change étranger ; jusqu'en 1932, date à laquelle la Bulgarie suspendit partiellement ses paiements extérieurs, il exigeait en moyenne une annuité de 1.100 millions de lévas par an.

Le règlement de la dette d'avant-guerre opéré en 1926 et le service des engagements assumés en 1926 et en 1928, exigeant une annuité en devises or bien supérieure à celle d'avant-guerre rendirent l'exécution des charges bulgares très problématiques. Grâce aux produits des emprunts 1926 et 1928, le gouvernement put se conformer jusqu'à la fin de 1931 aux stipulations de la Convention

de 1926. Mais au début de 1932, la pénurie de devises s'accroissant, la nécessité d'effectuer les transferts présentait de grandes difficultés.



À la suite de la baisse considérable des prix des produits agricoles et d'importants retraits de capitaux étrangers en 1931, le stock des devises or de la Banque Nationale était sur le point de s'épuiser, malgré un excédent de la balance commerciale évalué à 1.274 millions de levas. Le gouvernement bulgare estima qu'il ne pouvait continuer à faire face à la totalité des obligations de transfert vis-à-vis de l'étranger. Aussi pria-t-il le conseil de la Société des Nations, en janvier 1932, de faire examiner la situation financière et de recommander les mesures nécessaires pour faciliter le service de sa dette extérieure.

Celui-ci manifesta tout d'abord un certain scepticisme, puis finit par accorder, à la demande de M. Mouchanof, Président du Conseil bulgare, la nomination d'une commission chargée d'aller enquêter sur la situation du pays. Cette délégation se rendit en février à Sofia. Les résultats de ses investigations furent examinés par le Comité Financier au cours de sa 45<sup>e</sup> session, à Paris, du 3 au 24 mars 1932. La Bulgarie se déclara prête à s'imposer les sacrifices nécessaires pour équilibrer son budget sans recourir à un emprunt. Mais c'est l'équilibre de la balance de paiements qui parut difficile à réaliser sans le secours des créanciers. Les sources de devises tarissaient à vue d'œil. La Banque Nationale seule détentrice de celles-ci ne disposait que de 200 à 300 millions de levas par mois en moyenne, alors que les paiements à l'étranger en

exigeaient plus de 500 millions. Le gouvernement tint donc pour indispensable une révision de la Convention de 1926, conformément à l'article 8 et un nouvel ajustement des échéances des dettes d'après-guerre.

Devant cette situation le Comité Financier formula les recommandations qui peuvent ainsi être résumées :  
1° il lui parut inévitable que les créanciers étrangers consentent des sacrifices temporaires pour aider la Bulgarie à passer une période difficile, cette conclusion étant inspirée non seulement des intérêts de la Bulgarie, mais aussi de ceux de ses créanciers qui ne sont nullement opposés.  
2° Le Comité était d'avis que les transferts pour l'ensemble des paiements afférents à la dette publique extérieure soient réduits de 50 0/0 pendant le semestre avril-septembre 1932. Un nouvel examen de la situation devrait avoir lieu avant la fin de cette période.

3° Le gouvernement bulgare devait continuer à inscrire à son budget et à effectuer le paiement en levas des 50 0/0 restant non transférés. Ces 50 0/0 devaient être versés à un compte bloqué à la Banque Nationale de Bulgarie, au nom du Conseiller de la Banque et placés sous son contrôle. Les sommes inscrites au crédit de ce compte pouvaient servir, contre remises au Conseiller de Bons du Trésor, à la couverture des déficits budgétaires des années antérieures, mais en aucune façon aux besoins courants du budget. Le Commissaire de la Société des Nations devait d'ailleurs constater la nécessité de ces émissions de Bons du Trésor et donner son assentiment à l'utilisation des levas bloqués. De la sorte, la diminution de moitié du transfert du service de la dette publique abaisserait le service à 45,5 millions de levas par mois.

Ces recommandations eurent l'heur de plaire au

représentant du gouvernement bulgare, M. Stéphanof, qui tint à exprimer publiquement sa reconnaissance au Comité Financier, lors de la séance du Conseil de la Société des Nations, le 15 avril 1932, et renouvela les promesses du gouvernement d'équilibrer le budget en complet accord avec le Commissaire. A la suite de ces déclarations du ministre bulgare, le Conseil approuva unanimement les recommandations du Comité Financier. Toutefois, il se borna à observer que les porteurs de titres ou leurs représentants étaient seuls qualifiés pour discuter et accepter les concessions que les difficultés dans lesquelles se trouvait la Bulgarie leur paraîtraient exiger.



Il restait au gouvernement à s'aboucher directement avec les porteurs de titres en vue d'une entente à réaliser sur la base des recommandations faites à Genève. Avant la résolution du Comité Financier sur le service de la dette extérieure, le gouvernement s'adressa aux porteurs des titres d'avant-guerre et demanda d'entamer des négociations en vue d'un amendement de la Convention de 1926. Le gouvernement espérait ainsi obtenir des allègements pour l'échéance du 15 mars 1932. Mais les porteurs ayant préféré attendre la résolution du Comité Financier, les pourparlers préliminaires n'aboutirent pas. Pour éviter la rupture des négociations, le gouvernement bulgare décida d'effectuer le versement intégral pour les emprunts à l'échéance du 15 mars.

Aussitôt que le Comité Financier eut fait ses recommandations, le gouvernement s'adressa de nouveau aux porteurs en réitérant son désir de régler les rapports

mutuels sur la base de l'état de choses reconnu par un si haut organe. Cette fois les porteurs désirant attendre l'approbation du Conseil de la Société des Nations. Quand les recommandations du Comité Financier eurent été adoptées, le gouvernement bulgare revint à la charge auprès du « League Loans Committee » et auprès du Comité des porteurs de titres des emprunts d'avant-guerre. Mais tandis que le « League Loans Committee » acceptait les négociations, les délégués des porteurs d'avant-guerre les refusèrent, déclarant que la décision prise à Genève ne pouvait les lier, la Société des Nations n'ayant pas le droit de charger les créanciers privés. Le gouvernement bulgare insista auprès du Comité des porteurs. Rien n'y fit. On allait droit à un conflit.

Fort de l'attitude que la Société des Nations avait adoptée à son égard et résolu de forcer la main à ses créanciers, le gouvernement bulgare prit le 20 avril 1932 une décision portant « suspension partielle et provisoire des transferts de la dette publique ». Ce moratoire unilatéral était mis en vigueur à partir du 1<sup>er</sup> avril 1932. Les représentants des porteurs d'avant-guerre et les trustees respectifs des deux emprunts d'après-guerre en furent avisés.

Les dispositions de ce moratoire reproduisent intégralement les recommandations du Comité Financier. Il y est stipulé que les transferts, relatifs au service de toutes les dettes extérieures de l'Etat et de celles garanties par lui, seront effectuées pendant la période 1<sup>er</sup> avril-30 septembre 1932 à concurrence de 50 0/0 seulement. Le solde de 50 0/0 en levas sera versé à un compte spécial ouvert à la Banque National au nom du Conseiller. Les sommes ne seront utilisées avec le consentement du

Commissaire de la Société des Nations à l'apurement des paiements arriérés sur les budgets passés. Contre ces sommes, l'Etat remettra au Conseiller de la Banque Nationale des Bons du Trésor, nominatifs, sans intérêt, incessibles et renouvelables à l'échéance de trois mois, en attendant un arrangement définitif avec les porteurs, arrangement qui sera appliqué rétroactivement à partir du 1<sup>er</sup> avril 1932. Le même pourcentage de transfert était appliqué à l'amortissement des emprunts de 1926 et de 1928 ; quant à l'amortissement des emprunts d'avant-guerre, il ne pouvait reprendre, aux termes de la Convention de 1926, que le 1<sup>er</sup> avril 1933.

Devant une attitude aussi énergique du gouvernement bulgare les porteurs essayèrent tout d'abord quelques timides protestations, continuant à réclamer le versement de 100 0/0 en devises. Mais bien vite, ils durent s'avouer vaincus et acceptèrent que le transfert fut effectué sur la base de 50 0/0, le reste étant bloqué à la Banque Nationale. Cependant les divergences entre le gouvernement bulgare et les porteurs étaient loin d'être toutes résolues. Notamment ceux-ci mirent comme condition à l'octroi d'un allègement que les 50 0/0 en levas bloqués fussent portés en compte au nom du Représentant des porteurs à Sofia et non à celui du Conseiller de la Banque Nationale. Derrière cette controverse de forme, il s'agissait de savoir, si en fait, on maintiendrait ou pas, la faculté reconnue au gouvernement de disposer de ces dépôts en cas de besoin.

Le gouvernement bulgare ne se rendit pas à cette demande ; les porteurs insistèrent et, devant le refus du gouvernement bulgare, donnèrent l'ordre formel à leur délégué de ne plus délivrer à titre gratuit, les banderolles

du tabac confiées à son contrôle et affectées à la garantie des emprunts. L'attitude intransigeante des porteurs et la ferme décision du gouvernement, approuvée par le Sobranie, de ne pas accepter la prétention des porteurs, accentuèrent l'acuité du différend. Le refus de délivrer les banderolles aurait causé un préjudice considérable. Les fabriques de tabacs auraient été contraintes d'arrêter le travail et de licencier leurs ouvriers, ce qui aurait provoqué une forte diminution dans les recettes affectées au service des emprunts.

Pour parer à cette éventualité fâcheuse, le gouvernement bulgare notifia au Délégué des porteurs le 22 mai que, si le 30 mai à midi, les banderolles nécessaires ne lui étaient pas remises, il n'hésiterait pas à les faire imprimer en Bulgarie. Ce fait aurait signifié la rupture des contrats et aurait été gros de conséquences ; aussi le gouvernement jugea-t-il utile d'en aviser le Secrétariat de la Société des Nations. Afin d'éviter la rupture et pour permettre une appréciation plus juste des faits, le délégué des porteurs se rendit à Paris chez ses mandants. Au moment où la controverse menaçait d'avoir des suites fâcheuses, le conflit reçut une solution provisoire. Les porteurs consentirent à délivrer les banderolles pour un mois encore, délai dans lequel le différend devrait être liquidé.

Les négociations reprirent à Paris et à Londres et deux accords furent signés le 12 juillet ratifiant *in extenso* les recommandations du Comité Financier. Les porteurs consentaient à effectuer la livraison des banderolles et timbres, nécessaires à la consommation du tabac et des cigarettes contre le versement en change étranger de 50 0/0 des sommes dues aux échéances, le reste devant

être bloqué en levas auprès de la Banque Nationale. De son côté, le gouvernement bulgare acceptait que les sommes non transférées soient déposées au nom du Conseiller de la Banque Nationale, à charge pour lui de les inscrire à un compte spécial et d'aviser le délégué des porteurs de chaque versement effectué ou à effectuer.

Plusieurs points restaient en suspens et ne furent que provisoirement résolus : a) en ce qui concerne la nature des Bons du Trésor destinés à couvrir les avances que le Conseiller de la Banque Nationale aurait faites au gouvernement, on sait que le moratoire du 20 avril 1932 avait décidé qu'ils seraient nominatifs, sans intérêt, incessibles et renouvelables, et à échéance de trois mois. Les porteurs désirant s'entourer de plus de sécurité, insistèrent pour que les Bons fussent au porteur, c'est-à-dire transférables, rapportant intérêt et garantis par la Banque Nationale. Ne pouvant s'entendre, les parties convinrent de demander l'interprétation officielle du Conseil de la Société des Nations sur ce point. Le Conseil rejeta la demande faite par les porteurs pour que les bons fussent garantis par la Banque Nationale. b) La divergence concernant l'intérêt à allouer sur le montant des levas bloqués ne fut pas résolue. En attendant un arrangement, les bons remis au Conseiller restèrent porteurs d'intérêt à 6 o/o.

Dans l'échange de vues qui s'est poursuivi entre les représentants du gouvernement bulgare et les Comités, le gouvernement rappela sa demande de révision de l'accord de 1926 basée sur l'article 8. Les Comités des porteurs répondirent que cette révision était impossible, mais ils acceptèrent en principe, tout en réservant leur entière liberté d'action, de se rendre à une conférence convoquée

à la fin de la période de moratoire. Ils firent toutefois la réserve qu'en aucun cas, ils ne pourraient avoir un traitement inférieur à celui des porteurs des emprunts de 1926 et de 1928, conformément à l'article 7 de la Convention de 1926.

\*  
\*\*

L'Accord provisoire du 12 juillet 1932 relatif au service des emprunts extérieurs, tant d'avant-guerre que d'après-guerre, expirait le 30 septembre 1932. Le Comité Financier, lors de sa session d'automne, s'occupa de nouveau de la situation financière de la Bulgarie. Après un examen approfondi des difficultés du service de la dette extérieure, le Comité Financier constatant que la situation financière ne s'était pas améliorée exprima l'avis qu'il ne serait pas possible d'accroître le volume total des transferts. Le Comité recommanda en outre que les négociations avec les porteurs fussent reprises sans délai. Le Conseil de la Société des Nations dans sa séance du 13 octobre 1932 approuva ces recommandations.

Les pourparlers engagés entre temps avec les porteurs aboutirent à une prolongation de l'Accord de juillet jusqu'au 15 novembre 1932. Le gouvernement s'engagea à reprendre les négociations avant cette date en vue d'un nouvel accord. L'arrangement provisoire contenait aussi une clause stipulant que le nouvel accord à conclure serait mis en vigueur à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1932. Les pourparlers recommencèrent donc à Londres en novembre 1932 et aboutirent à l'Accord du 20 novembre.

Aux termes de cet Accord, le Comité des porteurs des titres des emprunts de la Société des Nations accepta la proposition bulgare de transférer les sommes suffisan-

tes pour former 40 0/0 du service des deux emprunts 1926 et 1928, les 60 0/0 restant devant être, comme par le passé, bloqués en levas à la Banque Nationale. L'arrangement couvrait le semestre novembre 1932.-avril 1933. A l'issue des négociations poursuivies à Paris, les représentants des porteurs d'avant-guerre adhèrent eux aussi à l'Accord de Londres qui prévoyait le transfert de 40 0/0 pour le semestre octobre 1932-mars 1933. L'Accord signé à Paris à cette occasion le 30 novembre 1932 envisageait en outre la possibilité de la suspension des amortissements et de la valorisation progressive qui, selon la Convention de 1926, devaient commencer à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933 ; mais ce n'était qu'une possibilité. On convint encore qu'au mois de mars 1933 de nouvelles négociations pourraient être entamées en vue de la révision de la Convention de 1926. Le Conseil des Ministres bulgare ratifia ses accords par un arrêté pris le 21 décembre 1932.

\*  
\*\*

Au début de 1933, la situation financière empira ; les disponibilités en devises à la Banque Nationale tendaient vers un chiffre infime ; par exemple au 15 février, elles n'atteignaient que 3 millions de levas, 110.000 fr. suisses environ. Le déficit budgétaire atteignait 920 millions de levas au bout des dix premiers mois de l'exercice. Les fonctionnaires, les pensionnés et les fournisseurs de l'Etat étaient réglés avec un retard de trois à quatre mois. La tension en résultant faisait craindre des troubles sociaux dont il ne fallait pas sous-estimer la gravité. L'Etat semblait acculé à la faillite. Ecarter ce danger était pour le gouvernement un devoir impérieux. Le gouver-

nement bulgare ne vit pas d'autres solutions que de solliciter de nouveaux allègements sur sa dette extérieure pour réaliser le redressement financier et garantir le pays contre un désastre qui lui paraissait inévitable. Il se montra décidé à faire tout son possible pour tirer le pays de l'impasse financière, même au prix d'une suspension générale des paiements tant intérieurs qu'extérieurs ; cette mesure était considérée toutefois par lui comme une issue extrême.

Des négociations furent donc entamées à Paris au début de mars 1933 avec les porteurs de titres d'avant-guerre ; elles portèrent sur la révision de la Convention du 11 décembre 1926. Le gouvernement se basant sur l'article 8 fit aux porteurs les propositions suivantes :

1° Réduction du pourcentage des paiements de 56 centimes-or à 20 centimes par franc, ce chiffre de 20 centimes devant servir de base aux paiements futurs ainsi que pour ceux à effectuer sur les sommes bloquées en levas à la Banque Nationale depuis le 1<sup>er</sup> avril 1932. Or d'après la Convention de 1926, le taux de valorisation devait passer à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933 de 56 centimes-or à 63 centimes.

2° Suspension des tirages de l'amortissement des obligations d'avant-guerre pour une période de trois ans à dater du 1<sup>er</sup> avril 1933. On sait que la Convention de 1926 prévoyait la reprise de l'amortissement pour cette même date.

3° Moratoire de trois ans des intérêts consolidés à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933.

Après des négociations longues et ardues, le Comité des porteurs des emprunts d'avant-guerre répondit au gouvernement : « A la suite des éclaircissements donnés

par vous, il apparaît de façon évidente que les conditions générales requises pour la révision de l'Accord du 11 décembre 1926 sont aujourd'hui réalisées, et nous vous confirmons que nous sommes prêts à procéder à la révision. » Mais, ajoutait-il : « Il est évident que la durée et l'étendue des concessions à faire ne pourraient être fixées que sur la base de constatations faites par des personnes compétentes et d'une grande autorité reconnue ». En conséquence, faute de ces constatations, les propositions bulgares demandant la révision de la Convention de 1926 ne purent être acceptées. Néanmoins, les porteurs consentirent à ce que le pourcentage des transferts à opérer soit réduit à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933 de 40 0/0 à 25 0/0 jusqu'à la conclusion d'un accord définitif.

Entre temps, le gouvernement bulgare présenta à Londres, aux délégués des porteurs de titres des emprunts de la Société des Nations, les conditions suivantes : 1<sup>o</sup> réduction de 50 0/0 du taux de l'intérêt de ces deux emprunts ; 2<sup>o</sup> application de cette réduction aux paiements effectués depuis le 1<sup>er</sup> avril 1932 ; 3<sup>o</sup> Suspension des amortissements pour une période de trois ans à compter du 1<sup>er</sup> avril 1933 ; 4<sup>o</sup> Octroi d'un moratoire de trois ans pour le paiement des intérêts ainsi réduits et consolidés à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933 ; ce moratoire était destiné à seconder l'œuvre de redressement des finances bulgares.

Les représentants des porteurs des titres d'après-guerre tombèrent d'accord eux aussi sur la réduction du transfert de 40 0/0 à 25 0/0 à partir d'avril 1933. Mais au sujet des propositions ci-dessus, le Comité des emprunts de la Société des Nations demanda à s'entourer d'informations suffisantes afin qu'il soit justifié de recomman-

der à ses mandants un sacrifice aussi important. Il fut d'avis qu'il était indispensable qu'il eut en main un nouveau rapport du Comité Financier de la Société des Nations sur la situation financière de la Bulgarie aux fins de se prononcer définitivement.

Le gouvernement bulgare désirant obtenir des résultats satisfaisants au sujet de la révision de la dette extérieure, sollicita la Société des Nations d'instruire une enquête sur la situation économique et financière du pays. En attendant les négociations furent suspendues.

Au cours de la session d'avril 1933, le Comité Financier examina les résultats de cette enquête qui était assez pessimiste. Il constata que la situation de la Bulgarie ne lui permettait pas de faire face à ses obligations extérieures dans les mêmes proportions que jusqu'alors. Ayant pris acte des difficultés, il accompagna sa déclaration de certains commentaires. Il accepta que le budget de l'Etat soit fixé à la somme de 5.160 millions de levas au chapitre des revenus et à 5.700 millions au chapitre des dépenses, non compris le budget des chemins de fer, soit un déficit de 540 millions de levas, somme égale au montant des levas bloqués en Bulgarie, 75 0/0 de la somme totale des obligations extérieures.

Comme la Bulgarie avait déclaré n'avoir pas inscrit cette somme au budget pour qu'il n'accuse pas de déficit, le Comité Financier exprima l'avis que la Bulgarie devait entamer des négociations avec les porteurs afin d'obtenir un arrangement transitoire et satisfaisant en ce qui concerne la reconnaissance du service de la dette et de la part à inscrire au budget.

Sur la question des intérêts afférents aux sommes bloquées, question qui n'avait jamais été résolue et pour

laquelle le gouvernement bulgare avait sollicité en janvier l'avis du Conseil de la Société des Nations, le Comité Financier émit l'avis qu'on devait en fixer le taux à 2 0/0 au lieu de 6 0/0, comme l'exigeaient le Commissaire de la Société des Nations et les porteurs.

Fort de ces recommandations, le gouvernement bulgare se proposa d'attendre les délibérations de la Conférence Economique Mondiale qui devait se tenir à la fin juin à Londres. Cette Conférence eut le sort que l'on connaît et son échec provoqua d'amères déceptions dans tous les pays débiteurs de l'Est et du Sud-Est Européen. Néanmoins dès qu'elle eut achevé ses travaux, le gouvernement bulgare décida de renouveler les pourparlers avec les porteurs de titres de tous ses emprunts et communiqua sans tarder sa décision aux uns et aux autres. Il les informa en outre, qu'il se verrait obligé de retirer 10 millions de levas sur les sommes bloquées à la Banque Nationale pour payer les traitements des fonctionnaires.

\*  
\*\*

L'exécution des Accords au mois de mars 1933 qui avaient prévu une réduction de principe de 40 0/0 à 25 0/0 sur le transfert des sommes nécessaires au service de la dette avait été subordonnée à l'avis du Comité Financier de la Société des Nations. L'opinion de celui-ci était à présent connue a) Il restait donc à régler définitivement la proportion dans laquelle s'effectuerait le transfert pour l'année financière 1933-34. b) En outre, il fallait fixer le taux d'intérêt des Bons du Trésor délivrés au Commissaire de la Société des Nations contre l'emploi des sommes en levas non transférées ; ce taux

avait été temporairement fixé à 6 o/o. c) Enfin, il importait d'obtenir l'assentiment des porteurs pour l'inscription au budget de l'exercice 1933-34 de 25 o/o seulement des intérêts totaux afférents au service de la dette et non pas de l'annuité complète à 100 o/o comme le demandaient les porteurs. M. Stoyanof, directeur de la Dette publique fut chargé de mener à bien ces négociations.

A Londres comme à Paris, on fit entendre dès le début que tant que le gouvernement bulgare n'aurait pas prévu dans le budget de l'exercice 1933-34, les crédits nécessaires pour le payement intégral des annuités, les porteurs ne pourraient traiter la question du pourcentage de transfert à effectuer ni celle des intérêts à allouer sur les levas bloqués.

Finalement, après de longues délibérations et contre la promesse du gouvernement bulgare d'inscrire à son budget en cours la totalité des crédits nécessaires, le Comité des porteurs des emprunts de la Société des Nations accepta que le transfert pour l'année 1933-34 (15 avril 1933-15 avril 1934) ne dépasse pas 25 o/o en ce qui concerne les intérêts, le transfert pouvant être réduit pendant les mois à recettes publiques faibles à 15 o/o, à condition que la différence de 10 o/o soit virée entièrement à la fin du trimestre. Pour le solde du service, soit 75 o/o, il serait fait remise au Commissaire de la Société des Nations de Bons du Trésor portant intérêt à 2 o/o et non plus à 6 o/o. Cette réduction du taux d'intérêt s'appliquait rétroactivement à partir du 1<sup>er</sup> avril 1932 à la totalité des levas bloqués à la Banque Nationale depuis cette date. Enfin les porteurs des emprunts d'après-guerre acceptèrent que la fraction non transférée du service accu-

mulée pendant la période 15 avril 1932-15 avril 1934 soit rachetée définitivement par le gouvernement bulgare moyennant paiement et transfert de 10 0/0 des sommes en cause, à assurer en quatre versements semestriels au cours des années 1934 et 1935. L'Accord avec les porteurs de titres des emprunts de 1926 et de 1928 fut paraphé à Londres et rendu public le 8 août 1933.

Il restait à faire adopter les mêmes propositions par les associations britanniques, françaises et hollandaises des porteurs de titres d'avant-guerre réunies à Paris. Les négociations n'eurent pas tout d'abord le même succès. Les porteurs exigèrent l'inscription préalable des crédits budgétaires avant toute négociation. En outre, ils n'acceptèrent pas de laisser couvrir par des Bons du Trésor la portion non transférable de l'annuité et refusèrent de libérer un montant de 200 millions de levas provenant du surplus des revenus gagés. Cette divergence aurait eu pour résultat d'annuler l'Accord intervenu à Londres, de sorte que la question restait ouverte. Pendant près de trois mois, les porteurs d'avant-guerre restèrent sur leurs positions. Mais dans une lutte de ce genre, il est rare que l'avantage revienne aux porteurs que lasse bien vite un retard trop prolongé du paiement de leurs coupons. Aussi durent-ils capituler et un Accord fut conclu le 28 novembre 1933 par un échange de lettres entre le gouvernement bulgare et le Comité des porteurs.

Comme celui de Londres, cet Accord dispose que jusqu'au 14 avril 1934 inclus, le transfert des sommes destinées au service des emprunts d'avant-guerre continuera à être effectué dans les conditions prévues au mois d'avril 1933, c'est-à-dire à raison de 25 0/0 de l'annuité prévue par la Convention du 11 décembre 1926 pour

la période du 1<sup>er</sup> avril 1930 au 1<sup>er</sup> avril 1933. Les porteurs obtiennent que l'annuité complète soit inscrite au budget, mais ils concèdent que le montant de 75 o/o non transféré sera versé en levas à la Banque Nationale pour être transformé en Bons du Trésor déposés auprès du commissaire de la Société des Nations en Bulgarie. L'intérêt de ces bons est ramené à 2 o/o.

L'innovation, comme dans l'Accord de Londres du mois d'août, consiste dans le rachat des scripts délivrés ou à délivrer aux porteurs pour constater la différence du coupon non payé au moment de l'encaissement. Autrement dit, contre remboursement en monnaies étrangères à raison de 10 o/o du montant des levas non transférés, y compris les intérêts à 2 o/o de ces sommes, le gouvernement se trouve valablement libéré de tous les arriérés dus sur les coupons de ces titres d'avant-guerre échus entre le 14 avril 1932 et le 14 avril 1934. Ce remboursement de 10 o/o sera effectué en quatre échéances semestrielles correspondant aux échéances respectives des emprunts considérés à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1934. Mais s'il procédait à un rachat des scripts à l'égard de porteurs d'autres titres de sa dette extérieure pour un prix supérieur à 10 o/o de leur valeur en monnaies étrangères, les porteurs des titres d'avant-guerre bénéficieraient de plein droit du même traitement.

Les porteurs consentirent provisoirement et jusqu'au 30 avril 1934 à ce que les excédents du compte improductif d'intérêts ouvert à la Banque Nationale de Bulgarie, au nom du délégué des porteurs des emprunts gagés (5 o/o or 1901, 5 o/o or 1904, et 4,5 o/o or 1907) soient automatiquement libérés à la fin de chaque mois, après déduction des sommes nécessaires pour cou-

vrir dans les conditions convenues les échéances semestrielles en cours et cela, tant pour la fraction transférée que pour la fraction non transférée. De même, ils acceptèrent que des pourparlers soient engagés avant le 15 avril 1934 en vue d'examiner les conditions de la révision de la Convention de 1926 pour une autre période à partir du 15 avril 1934.

Ainsi grâce à la bienveillante attitude des porteurs et à la ténacité de son gouvernement, la Bulgarie obtenait à la fin de 1933, des allègements considérables, puisque le transfert de sa dette extérieure à la suite de tous les accords examinés passait de 1.012,8 millions de levas en 1931 à 482,2 millions en 1932 et à 180,5 millions en 1933 et qu'il lui était fait remise d'un arriéré s'élevant à 632 millions de levas, contre un paiement de 70,4 millions à effectuer en quatre versements au cours des années 1934 et 1935.

Les résultats étaient trop avantageux pour elle pour qu'elle ne consentit pas à mettre à exécution les Accords d'août et novembre 1933. De fait, les crédits supplémentaires exigés au budget pour le service complet de la totalité de la dette extérieure furent accordés par la loi du 30 novembre 1933 ; mais ils devaient servir à concurrence de 67,5 0/0 à la couverture des déficits antérieurs et 32,5 0/0 seulement au service de la dette extérieure.



Les Accords conclus depuis 1932 avec les porteurs de titres d'emprunts bulgares visaient en réalité, à la réduction du transfert de la dette extérieure et ne comportaient pas en principe, de réduction sur le montant de

l'annuité à inscrire au budget. Mais en fait, par suite des Accords d'août et de novembre 1933, les crédits ouverts pour les exercices 1932 - 1933 et 1933 - 34 se trouvèrent annulés pour la portion de la dette qui n'avait pas été transférée depuis avril 1932, déduction faite toutefois du 10 0/0 des sommes bloquées, racheté par le gouvernement bulgare. Dès la signature de l'Accord du mois de novembre, le gouvernement bulgare tint pour indispensable d'obtenir une nouvelle réduction de la charge de la dette portant non pas tant sur le transfert cette fois que sur le montant des crédits à inscrire au budget pour les exercices 1934-35 et suivants. Le projet du budget déposé au mois de mars 1934 prévoyait bien le maintien du service de la dette extérieure aux chiffres précédemment retenus ; mais l'exposé des motifs précisait que ce montant devait être considéré comme provisoire et susceptible de modifications après des pourparlers à entreprendre avec les porteurs dans le courant du mois d'avril 1934.

Avant donc l'expiration des Accords d'août et novembre 1933, le Président du Conseil, M. Mouchanof, accompagné de MM. Stéfanof, ministre des finances et Stoyanof, directeur de la Dette publique, partit s'entendre avec les représentants des porteurs des emprunts d'avant-guerre et d'après-guerre. La mission débuta à Paris par des pourparlers avec le Comité des porteurs de titres d'avant-guerre. Les représentants bulgares firent valoir qu'en raison de la baisse des prix des produits agricoles et de la diminution de la capacité contributive en résultant, la capacité d'achat de la dette extérieure conclue en devises or augmentait ; autrement dit que la valeur de cette dette exprimée en marchandises et non pas

en devises or était bien supérieure à ce qu'elle était avant la baisse des prix.

En conséquence, le gouvernement bulgare proposait que les paiements pour les deux années qui allaient suivre (c'est-à-dire la période avril 1934-avril 1936) continuent à être effectués dans les mêmes proportions que précédemment, soit 25 0/0 augmentés de 10 0/0 pour les scripts relatifs aux 75 0/0 restant, ceci étant égal à 7,5 0/0. Le transfert se serait donc élevé à 32,5 0/0, le reliquat étant définitivement remis. Mais ce pourcentage de 32,5 0/0 aurait été appliqué sur la base des taux de valorisation prévus par la Convention du 11 décembre 1926 pour la période 1<sup>er</sup> avril 1930-1<sup>er</sup> avril 1933, et non pas sur la base des taux plus élevés prévus par la même Convention pour la période 1<sup>er</sup> avril 1933-1<sup>er</sup> avril 1936.

Les porteurs objectèrent qu'étant donné la réduction consentie déjà par la Convention de 1926, la proposition représentait en réalité un transfert de 14 0/0 augmenté de 4,2 0/0 pour les scripts, soit au total 18,2 pour cent et firent les contre-propositions suivantes : accord réalisé pour une durée de deux années, fixant le transfert à 35,7 0/0, sur la base de 48 centimes pour un franc (emprunts 6 0/0 1892-5 0/0 1896), 63 centimes pour un franc (emprunts 5 0/0 1902-5 0/0 1904-4,5 0/0 1907) et 45 centimes pour un franc (emprunt 4,5 0/0 1909).

Après cinq jours de pourparlers, on ne put arriver à s'entendre. Aussi le Comité des porteurs de titres d'avant-guerre préféra-t-il connaître les conditions qu'accepterait le Comité des emprunts de la Société des Nations, avant de s'engager. Une déception l'attendait ; car la

délégation bulgare, partie aussitôt pour Londres, en revenait après deux jours de pourparlers avec un accord définitif acceptant entièrement les propositions bulgares.

a) Le gouvernement bulgare s'engageait à transférer en change étranger 32,5 o/o du service de l'intérêt sur les emprunts de 1926 et de 1928, durant les deux années 1934 et 1935. Les coupons étaient considérés comme acquittés par ces paiements et aucun script n'était remis en représentation de la partie non transférée. Ce paiement de 32,5 o/o était indépendant de celui que la Bulgarie s'était engagée en août 1933 à effectuer pour le versement de 10 o/o sur les levas bloqués et accumulés de 1932 à 1934.

b) Le gouvernement bulgare continuait cependant à inscrire à son budget le service complet (intérêts et amortissements) des deux emprunts de la Société des Nations. Mais le solde non transféré pouvait être utilisé pour ses besoins budgétaires, contre remise au Commissaire de la Société des Nations de Bons du Trésor sans intérêt au commencement de chaque année financière 1934-35 et 1935-36. Quand, à la fin de chaque année, le Commissaire de la Société des Nations aurait constaté que le transfert a été dûment effectué dans la proportion prévue, il rendrait au gouvernement ces Bons du Trésor pour être annulés.

c) Les porteurs des emprunts émis sous les auspices de la Société des Nations se réservèrent le droit de bénéficier de tout traitement plus favorable qui pourrait être accordé aux porteurs d'autres emprunts, en l'espèce les porteurs d'avant-guerre.

Les sacrifices consentis par les porteurs des emprunts de 1926 et de 1928 étaient, comme on le voit, d'importants.

tance. Aussi fallait-il éviter qu'ils apparussent aux yeux du gouvernement bulgare comme définitifs et lui servent de prétexte, une fois le délai d'application de l'Accord écoulé, pour refuser toute amélioration de la condition de ses créanciers. C'est pourquoi le « League Loans Committee » tint-il à faire affirmer par le gouvernement bulgare que les « propositions précédentes s'appliquaient uniquement aux deux années prévues par le présent arrangement et ne préjudicieront d'aucune manière aux arrangements ultérieurs pour le service des deux emprunts de la Société des Nations après l'écoulement de cette période ». Cette période expirant à la fin de l'exercice 1935-36, il est prévu que de nouvelles négociations seront entamées, avant l'établissement du budget 1936-37, pour fixer les termes d'un nouvel arrangement. Ce dernier sera-t-il plus favorable aux porteurs des emprunts de 1926 et de 1928 ? Seul l'avenir le dira. En tous cas, il est permis de se montrer sceptique.

L'Accord signé en avril 1924 à Londres provoqua une vive désillusion parmi les porteurs des titres des emprunts d'avant-guerre qui, avec un peu trop de confiance peut-être, s'étaient presque engagés à accepter les mêmes conditions qu'accepteraient le « League Loans Committee ». Aussi quand M. Stoyanof revint à Paris, rencontra-t-il une vive opposition chez les porteurs. Ceux-ci s'offrirent à accepter les conditions de Londres, mais pour un an seulement, demandant que, dans le cas de la conclusion d'un accord biennal, le transfert de 32,5 0/0 soit compté durant la deuxième année sur la base du taux de valorisation prévue par la Convention de 1926 pour la période 1<sup>er</sup> avril 1933-1<sup>er</sup> avril 1936 ; pendant cette période en effet, le taux de valorisation s'éle-

vait par rapport à celui de la période précédente (1<sup>er</sup> avril 1930-1<sup>er</sup> avril 1933). Mais encore une fois le gouvernement bulgare parvint à imposer ses conditions. Et un accord analogue à celui de Londres fut signé le 17 mai 1934 entre le gouvernement bulgare et les représentants des porteurs français, britanniques, hollandais, belges et suisses. Cet accord s'applique aux mêmes emprunts qui ont fait l'objet de la Convention de 1926.

1° Les amortissements qui devaient être repris à partir du 1<sup>er</sup> avril 1933 demeurent suspendus jusqu'au 31 mars 1936 ;

2° Les porteurs acceptent en raison des circonstances de fait que l'annuité d'intérêt soit calculée pendant la période du 1<sup>er</sup> avril 1934-31 mars 1936 sur la base des pourcentages prévus par l'art. 2 de la Convention de 1926 pour la période 1<sup>er</sup> avril 1930-31 mars 1933. Autrement dit l'élévation du taux de valorisation ne se trouve pas appliquée.

3° Le gouvernement bulgare transférera 32,5 0/0 du montant nécessaire aux paiements des coupons au cours de cette période, les 67,5 0/0 restant étant définitivement remis et aucun script n'étant délivré aux porteurs pour constater la différence impayée. Mais ce paiement est distinct de celui à opérer pour le règlement à raison de 10 0/0 des levas bloqués et non transférés du 1<sup>er</sup> avril 1932 au 15 avril 1934.

4° En ce qui concerne l'inscription des crédits budgétaires et la remise de Bons du Trésor sans intérêt, contre l'emploi de sommes non transférées, les dispositions sont les mêmes que dans l'Accord de Londres. Seulement la personne à qui seront remis ces Bons sera un mandataire désigné par les parties.

5° A titre provisoire et jusqu'au 31 mars 1936 inclus, les excédents du compte improductif d'intérêt ouvert à la Banque Nationale de Bulgarie, au nom du délégué des porteurs, seront débloqués automatiquement à la fin de chaque mois, après réserve des montants en levas nécessaires pour couvrir les bi-mensualités non échues du semestre en cours de l'emprunt 4,5 0/0 1907. Toutefois cette libération ne pourra être effectuée que lorsque les montants en devises auront été transférés intégralement pour couvrir les échéances semestrielles en cours afférentes aux deux emprunts 5 0/0 or 1902 et 5 0/0 or 1904, ainsi que les bi-mensualités échues de l'emprunt 4,5 0/0 or 1907. Et il est entendu que jusqu'à constitution des provisions pour les emprunts 1902 et 1904 les achats de banderolles et de timbres seront réglés pour 32,5 0/0 en devises et 67,5 0/0 en levas portés au compte improductif d'intérêt.

6° L'accord précise que ces dispositions concernent exclusivement la période 15 avril 1934-31 mars 1936 et que la Convention de 1926 demeure applicable pour l'avenir sous la réserve de telles révisions qui pourraient être jugées utiles, à la suite des négociations à entreprendre avant l'établissement du budget bulgare 1936-37 et pas plus tard que le 31 janvier 1936.

Les résultats de ces deux Accords réalisés avec les porteurs des deux catégories de fonds bulgares ont été exposés par M. Mouchanof aux représentants de la Presse. Rien que pour les intérêts, sans compter les amortissements dont le paiement est également ajourné, le budget de 1934 et de 1935 prévoyait un crédit d'environ 700 millions de levas. Avec le transfert de 32,5 0/0 le transfert annuel se montera à 227 millions, le reliquat de

473 millions de levas étant remis par les créanciers et pouvant servir aux besoins de la Trésorerie. Le montant des sommes ainsi remises pour les deux années atteint donc environ 1 milliard de levas. On se rappelle que les Accords d'août et de novembre 1933 exigeaient un transfert annuel de 261 millions de levas. Le pourcentage de transfert reste le même, d'après les nouveaux Accords, mais comme le gouvernement n'a plus à payer 2 0/0 d'intérêt sur les sommes bloquées et non transférées, il obtient de la sorte un allègement voisin de 30 millions de levas.

Peu de temps après la signature de l'Accord survint le Coup d'Etat qui amenait un changement de régime en Bulgarie. On put croire un instant que tout allait être remis en question. Mais un des premiers actes du gouvernement fut de ratifier ces Accords. Le nouveau gouvernement semble en outre, avoir pris des mesures très sévères et très énergiques pour équilibrer le budget ; mais il est encore trop tôt pour se prononcer sur leur efficacité. Ce sont donc les porteurs étrangers de Fonds d'Etat bulgares et, particulièrement les porteurs français, qui auront fait les frais principaux de l'opération.

---

### CHAPITRE III

#### LA POLITIQUE DE MORATOIRE EN GRECE

On peut classer les emprunts extérieurs du gouvernement hellénique en deux catégories : 1° selon qu'ils ont été émis antérieurement à la faillite de 1898 ; 2° ou selon qu'ils ont été contractés postérieurement à cette date.

1° Les premiers comprennent : 1° l'emprunt 5 o/o 1881 ; 2° l'emprunt 5 o/o 1884 ; 3° l'emprunt 4 o/o 1887, dit des Monopoles. Ces trois emprunts sont cotés à la Bourse de Paris et sont payables sur la base de l'or. Par contre figurent à la cote de Bourses étrangères : 4° l'emprunt 4 o/o rentes 1889 ; 5° l'emprunt 5 o/o 1890 du chemin de fer Pirée-Larisse ; 6° l'emprunt 5 o/o 1893 de Consolidation (funding loan). Observation est faite que le service financier de ces trois derniers emprunts est soumis aux dispositions fixées par la Convention du 26 février 1898, dont il va être question.

Aux termes du règlement annexé à la Convention du 26 février 1898 entre le gouvernement hellénique et la Commission Financière Internationale, l'intérêt minimum payable sur tous ces emprunts, à l'exception de l'emprunt 4 o/o 1887, a été fixé à 32 o/o de l'intérêt originel, soit un intérêt minimum de 1,60 o/o or. Ce règlement a fixé l'intérêt minimum payable sur l'emprunt 4 o/o 1887 à 43 o/o de l'intérêt originel, soit un intérêt annuel minimum de 1,72 o/o or. Ces taux

d'intérêt minima peuvent être relevés jusqu'au montant originel par suite des bénéfices ou des économies provenant a) des plus-values des revenus affectés au service des emprunts ; b) du bénéfice du change ; c) des intérêts des titres amortis.

La Convention du 26 février 1898 a d'autre part affecté un montant annuel de 2 0/0 à l'amortissement de tous ces emprunts, étant entendu que cet amortissement peut-être augmenté par suite des bénéfices provenant des plus-values des revenus affectés et du bénéfice du change.

Ces bénéfices, après déduction des dépenses fixées à 18 0/0, sont appliqués jusqu'à concurrence de 60 0/0 au service des emprunts helléniques antérieurs à 1898, suivant certains rangs, en raison de 30 0/0 à la majoration de l'intérêt et 30 0/0 à l'augmentation de l'amortissement. Les intérêts afférents aux titres amortis sont affectés au relèvement de l'intérêt des titres restant en circulation.

2° Les emprunts émis depuis 1898 sont extrêmement nombreux. Ceux qui intéressent le marché français parce qu'ils sont cotés à la Bourse de Paris sont (1) : l'emprunt garanti 2,5 0/0 1898 ; 2° l'emprunt 4 0/0 1902 à 1906, dit des chemins de fer helléniques ; 3° l'emprunt 4 0/0 1910 (1) ; 4° l'emprunt 5 0/0 1914. Ces emprunts constituent des émissions directes du gouvernement hellénique en France. Mais en outre, la Grèce a pris à sa charge en 1920, le service des obligations 3 0/0 de la Compagnie du Chemin de fer ottoman Jonction Salonique-Constantinople et en 1932, le

(1) Non soumis au Contrôle de la Commission Financière Internationale.

service de l'emprunt 3 0/0 or 1893 de la Société du chemin de fer ottoman Salonique-Monastir. Le service financier de tous ces emprunts est assuré sur la base de l'or.

La plupart des emprunts émis depuis 1898 l'ont été sur des places étrangères, principalement Londres et New-York, et sont payables suivant les cas, soit en livres soit en dollars ; mais des capitalistes français se trouvent en posséder dans leur portefeuille. Ce sont : 1° l'emprunt garanti 2,5 0/0 1898 ; 2° l'emprunt 4 0/0 5 0/0 1923 émis au Canada ; 3° l'emprunt 7 0/0 1924 des « Réfugiés » ; 4° l'emprunt 8 0/0 1925 (1) des chemins de fer de l'Etat ; 5° l'emprunt 6 0/0 1928 de Stabilisation et des Réfugiés ; 6° l'emprunt 6 0/0 1928 (1) des travaux publics ; 7° l'emprunt 4 0/0 1929 ; 8° l'emprunt 6 0/0 1931 (1). Il y a lieu de mentionner encore deux emprunts contractés par le gouvernement hellénique auprès du groupe Kreuger et Toll, en 1926 et 1930, et qui n'ont pas été placés sur le marché.

Une autre classification des emprunts helléniques, qu'il s'agisse de ceux émis avant 1898 ou de ceux émis postérieurement à cette date, pourrait être établie en tenant compte du fait qu'ils sont soumis ou non au contrôle de la Commission Financière Internationale d'Athènes.

Quoi qu'il en soit de ces classifications, le montant de la Dette publique hellénique, à la fin mai 1932, d'après les déclarations du Ministre des Finances était le suivant : le total de la Dette publique, intérieure et exté-

(1) Non soumis au contrôle de la Commission Financière Internationale.

rière, se montait à 551 millions de dollars. L'ensemble de la dette, payable en monnaies étrangères, atteignait 413 millions de dollars. Déduction faite de 72 millions de dollars qui représentaient les dettes intergouvernementales, la dette consolidée à l'étranger était calculée à 341 millions de dollars.

Les obligations de cette somme de 341 millions de dollars se répartissaient sur le marché international dans les proportions suivantes : Angleterre 50 0/0 (entre les moins de porteurs anglais ou autres dont une grande partie sont des sujets helléniques) ; Etats-Unis, 7 0/0 ; France, 5 0/0 ; Suède, 3.4 0/0 ; Belgique, 3 0/0 ; Suisse, 0,5 0/0 ; Italie, 0,5 0/0 ; Hollande, 0,4 0/0. Le reste soit 25,2 0/0 se trouvait en Grèce et représentait les rachats opérés par des sujets helléniques.

Le service normal de ces obligations s'élevait à 22 millions de dollars annuellement. Pour faire face au service de cette dette — intérêts et amortissements — la Grèce devait, après l'abandon de l'étalon-or et d'après le cours moyen du change, inscrire à son budget la somme de 4.390 millions de drachmes.



Le gouvernement hellénique a, pendant plus de 30 ans tenu scrupuleusement ses engagements envers l'étranger. Malgré près de onze années de guerres consécutives et l'établissement sur son territoire de 1.500.000 réfugiés macédoniens, et en dépit de tous les grands problèmes financiers auxquels elle dut faire face, la Grèce a continué à effectuer, en entier et sur la base de l'or, le service de sa dette extérieure. On peut même dire qu'elle a

amélioré d'une façon sensible la proposition de ses créanciers, si l'on tient compte de la conversion avantageuse pour eux des excédents des revenus affectés, opérée en vertu de la loi sur le contrôle international, en vue de relever l'intérêt, ainsi que de la cession du revenu provenant de l'augmentation du timbre en 1924 (excepté une somme de 50 millions) et de la reconnaissance d'une indemnité en faveur des créanciers pour l'émission pléthorique de papier monnaie et la dépréciation de la drachme.

La crise économique mondiale a naturellement exercé une influence défavorable sur l'économie du pays qui se trouve en grande dépendance de l'étranger. L'équilibre de la balance des paiements, obtenu au cours des dernières années au moyen d'emprunts extérieurs à jet continu et des ressources invisibles (frets maritimes, remises des émigrants, tourisme) se rompit, lorsque la source des emprunts tarit et que les ressources invisibles commencèrent à s'affaiblir. Le pays était obligé d'exporter à l'étranger une somme énorme de change pour acquitter ses obligations à l'extérieur. D'autre part, le budget n'était pas en mesure d'affecter en drachmes la somme nécessaire au service intégral de la dette publique, d'autant plus que le rétablissement du cours forcé en avril 1932 et la baisse du cours de la drachme qui en résulta l'obligeaient à relever les crédits afférents au chapitre de la dette.

Forte de l'appui et du concours que le Comité Financier de la Société des Nations lui avait accordés en 1924, lors de l'émission de l'emprunt destiné à l'établissement des Réfugiés macédoniens et en 1928, lorsqu'elle stabilisa sa monnaie, la Grèce recourut à son aide. En janvier 1932, le gouverneur de la Banque de Grèce,

appuyé par son gouvernement, sollicitait l'envoi à Athènes d'un expert pour examiner la situation du budget et celle de la Banque Nationale. Le 29 janvier 1932, le Conseil de la Société des Nations autorisait le Comité à accepter l'invitation qui lui était adressée.

Sur la base des constatations de l'expert, le Comité Financier crut, en mars 1932, devoir faire les recommandations suivantes : « Le Comité Financier recommande que la Commission Financière internationale soit  
« autorisée à accepter de suspendre pour la période d'une  
« année le transfert de l'amortissement des emprunts  
« grecs soumis à son contrôle et que des mesures analogues soient appliquées aux emprunts extérieurs qui  
« ne relèvent pas de la Commission Financière Internationale. » Le Comité attirait l'attention sur le fait que cette proposition impliquait la suspension du transfert de l'amortissement des emprunts émis en 1924 et 1928 sous les auspices de la Société des Nations qui, étant gagés sur les mêmes revenus que les emprunts d'avant-guerre, ne pouvaient obtenir un traitement préférentiel.

Mais la présente recommandation était subordonnée à la condition que le gouvernement hellénique continuerait à servir intégralement cet amortissement en drachmes et que celles-ci seraient versées à un compte spécial ouvert, dans les livres de la Banque de Grèce, au nom de la Commission Financière Internationale. Le Comité ne s'opposait pas toutefois à ce que cette Commission soit autorisée à accepter que la Banque emploie temporairement ces sommes pour des avances, accordées au gouvernement grec en vue de couvrir les dépenses indispensables qu'occasionneraient les projets d'irrigation en cours d'exécution. Mais ces avances devraient être remboursées

sur le produit du premier emprunt que la Grèce émettrait à l'étranger.

Le rapport fut examiné à la séance du Conseil tenue le 12 avril 1932. M. Venizelos s'éleva vivement contre ces recommandations. Il rappela que, dès le mois de janvier, la Grèce avait demandé l'adoption des deux mesures suivantes : a) la suspension du paiement de l'amortissement de la dette pour une période de 5 ans ; b) l'octroi en quatre ans d'un emprunt s'élevant au total de 50 millions de dollars consacrés à l'assèchement des vallées de la Strouma et du Vardar. Il estima que le délai d'un an prévu pour la suspension de l'amortissement était insuffisant et qu'à son expiration il devrait être renouvelé. De plus, sans l'octroi d'une suspension de cinq ans des amortissements, l'aide financière annuelle de 10 millions de dollars serait inefficace, étant donné que la Grèce ne pourrait équilibrer son budget.

M. Venizelos s'éleva aussi contre l'inscription au budget des crédits afférents à l'amortissement, estimant qu'il lui serait impossible de présenter un budget sincèrement équilibré, malgré une réduction de l'ordre de 500 millions de drachmes opérée sur les dépenses ; aussi demandait-il que le budget de l'année en cours ne prévoit aucun crédit pour l'amortissement de la dette.

Enfin il déclara que l'état de la couverture de la Banque imposait, comme une nécessité inéluctable, la suspension à partir du 1<sup>er</sup> mai 1932 du transfert des sommes nécessaires au paiement des coupons et annonça que ces sommes seraient déposées à la Banque de Grèce en compte bloqué, jusqu'à ce que le concours prévu qu'il sollicitait et que le Comité avait appuyé lui soit accordé.

Devant une pareille intransigeance le Conseil de la

Société des Nations se borna à observer que les porteurs de titres ou leurs représentants sont seuls qualifiés pour accepter, sur l'exécution des droits qu'ils détiennent, les concessions que les difficultés actuelles leur paraîtraient exiger.



Sans attendre, et conformément aux déclarations de M. Venizelos, le gouvernement grec crut devoir prendre les mesures suivantes : il a tout d'abord donné l'instruction à la Commission Financière Internationale de mettre en paiement les coupons des emprunts 4 o/o 1889 et 5 o/o 1893, échus le 1<sup>er</sup> avril 1932, non pas sur la base de l'or, comme le coupon précédent, mais « au change sur Londres, sur la base de la conversion du montant en francs or, à 25 francs la livre sterling » c'est-à-dire pratiquement en livres sterling papier. b) Le gouvernement a ensuite fait savoir à la Commission Financière Internationale qu'il n'effectuerait pas les transferts demandés par cette Commission pour le service de la dette extérieure. Cette décision a eu pour conséquence d'entraîner la suspension pure et simple du service des emprunts helléniques. Les premiers effets de cette décision se manifestèrent sur les obligations 3 o/o du chemin de fer de jonction Salonique-Constantinople, sur les obligations de l'emprunt 7 o/o 1924 des Réfugiés, et sur les obligations de l'emprunt 7 o/o du chemin de fer de Pirée-Larisse, dont les échéances respectives ne furent pas approvisionnées en avril ni en mai.

Ainsi non seulement le gouvernement hellénique suspendit tout transfert au titre de sa dette extérieure, mais encore dans le budget qu'il présente au Parlement,

pour l'exercice 1932-33 commençant au 1<sup>er</sup> avril, il n'inscrivit pour le service des intérêts qu'une somme de 1.470 millions de drachmes, équivalente à environ la moitié du montant qui était requis pour ce service, lorsque la drachme conservait sa parité avec l'or. Du fait de la dépréciation de la drachme, cette somme ne représentait plus que le quart de celle dont la Grèce était redevable au titre des intérêts. Il n'inscrivit d'autre part aucun crédit au titre de l'amortissement. Mais le gouvernement hellénique est encore allé plus loin puisqu'il n'a même pas versé en monnaie nationale les intérêts des coupons échus.

Une pareille attitude souleva les protestations véhémentes du représentant britannique à la séance du Conseil de la Société des Nations du 21 mai 1932. Le représentant français s'y associa. Le Conseil exprima ses profonds regrets que le gouvernement hellénique n'ait pas rempli les obligations solennelles qu'il a assumées envers ses créanciers, la Société des Nations et la Commission Financière ; il signala à nouveau la nécessité d'accomplir tous les efforts possibles en vue de faire face à ces obligations.

Emu, semble-t-il, par ces protestations, le Ministre des Finances Hellénique fit quelques jours après une déclaration publique où il exprimait qu'en prenant ces mesures « il n'avait jamais eu l'intention de méconnaître les droits des créanciers étrangers, ni de prendre des décisions définitives sans entente préalable avec eux et qu'il espérait que les créanciers se rendraient compte, au cours des négociations qu'il allait entreprendre, qu'il était prêt à faire tout ce qui dépendait de lui en vue de respecter leurs droits, dans les limites des moyens financiers du pays ».

C'était l'annonce d'un règlement à effectuer d'accord avec les créanciers. Déjà au mois de mars il avait tenté de

s'aboucher avec les porteurs étrangers mais ceux-ci s'étaient refusés aux négociations. Cette fois ils ne pouvaient s'y soustraire. Les négociations devaient avoir lieu à Londres avec le « League Loans Committee » pour les emprunts émis sous les auspices de la Société des Nations et avec le « British Corporation of Foreign Bondholders » pour les autres emprunts. A Paris l'A.N.P.F.V.M. avait constitué, dès la fin juin, un Comité de défense des porteurs de Fonds d'Etat Hellénique.

Le gouvernement hellénique ne s'étant pas dissimulé que le réajustement de la dette pour provisoire qu'il fut ne devait intervenir qu'avec l'acquiescement des créanciers, le Ministre de Finances, M. Varvaressos, partit pour Londres au mois de juin 1932 pour prendre contact avec les porteurs en vue de l'établissement d'un *modus vivendi*. Ses propositions tendaient à obtenir de la Ligue des Porteurs qu'elle donne à la Commission Financière le mandat de restituer au Trésor une somme de 400 millions de drachmes environ provenant des revenus affectés au service des dettes et détenue par la dite Commission. Le Ministre donna les raisons qui avaient amené la Grèce à suspendre ses paiements et expliqua que les 500 millions de drachmes, inscrits au budget en cours pour le paiement des intérêts dus aux porteurs britanniques, constituaient le maximum dont le pays pouvait disposer. Cette somme couvrait 25 0/0 du total des intérêts dus aux créanciers, ainsi que les intérêts d'une autre fraction de 25 0/0 du même total que les créanciers auraient prêté de nouveau à la Grèce, suivant les propositions de M. Varvaressos.

Mais l'attitude des porteurs anglais détenteurs de la majorité des fonds d'Etat grec fut d'abord intraitable. Et cela s'explique si l'on se rappelle que le pays étant à la

veille d'élections dont le résultat était encore problématique, les porteurs avaient intérêt à ne négocier un arrangement définitif qu'avec le gouvernement issu des élections. Les négociations restèrent donc en suspens. Elles reprirent au mois de septembre, au cours du nouveau voyage effectué par M. Varvaressos, et cette fois elles furent plus heureuses puisqu'elles aboutirent le 15 septembre à la conclusion d'un accord qui prévoyait le versement aux ayants droit d'un pourcentage de 30 0/0 sur le montant total des obligations payables en devises étrangères. Ce pourcentage était évalué à un million de livres sterling environ. En revanche les Bonholders consentaient à la levée du séquestre sur les excédents des revenus affectés à la garantie de la dette publique, pratiqué entre les mains de la Commission Financière. Le séquestre était levé jusqu'à concurrence de 600 millions de drachmes. La question du paiement d'un autre pourcentage en obligations d'Etat fut réservée pour l'Accord définitif qui devait avoir lieu en novembre.

La mise en vigueur de cet accord de Londres était subordonnée à l'assentiment des porteurs français ; aussi dès sa signature, les délégués helléniques se rendirent-ils à Paris pour soumettre les mêmes propositions au Comité de Défense des Porteurs. L'accord fut rapidement réalisé et en voici les dispositions principales :

1) Un moratoire est accordé au gouvernement hellénique pour l'année fiscale 31 mars 1932-1<sup>er</sup> avril 1933. Pendant la durée du moratoire tout amortissement des titres sera suspendu.

2) Sur les sommes en drachmes déjà constituées dans les caisses de la Commission Financière à Athènes, il sera prélevé le montant nécessaire pour assurer le trans-

fert immédiat dans les monnaies contractuelles de 30 o/o de l'annuité d'intérêt sur la dette extérieure. Cette somme devait être versée comme acompte à valoir sur tous coupons non encore payés échus ou à échoir dans le cours du premier semestre fiscal (31 mars-30 septembre 1932) ; ce qui représentait en fait 60 o/o du nominal de ces coupons.

3) Le solde des sommes en drachmes auprès de la Commission Financière, après le prélèvement ci-dessus, serait restitué au gouvernement hellénique, dès que les délégués britanniques, français et italiens à cette Commission auraient reçu une instruction conforme ; et le gouvernement hellénique pourrait utiliser ces sommes pour subvenir à ses dépenses budgétaires.

4) À partir du 1<sup>er</sup> septembre 1932 et jusqu'à fin mars 1933, le gouvernement hellénique devait reconstituer, par fractions mensuelles auprès de la Commission Financière, un fond en drachmes destiné à servir de satisfaisante. L'état provisoire des recettes et des dépenses, transféré au profit des porteurs, dans des conditions et pour des proportions qui seraient déterminées au cours d'une nouvelle conférence qui devait avoir lieu au mois de novembre 1932.

5) La partie des coupons qui n'aurait pu finalement être couverte, après le paiement de ce deuxième acompte, durant la période de moratoire, devait être consolidée en funding productif d'intérêt dont les caractéristiques et les garanties seraient débattues également au cours de la Conférence de novembre. En attendant un script établi par la Direction de la Dette Publique à Athènes serait délivré aux porteurs, au moment du paiement, pour constater la différence impayée et pour réserver le droit

à un paiement supplémentaire sur la base de la livre or. Car il est important de noter dès à présent que les 60 o/o, versés sur les emprunts or libellés en livres, n'étaient décomptés, en vertu de l'accord, que sur la base de la livre papier, la question du paiement sur la base de la livre au pair étant réservée et devant être soumise à un arbitrage.

6) L'emprunt 2,5 o/o 1898 était exclu de cet accord ; par contre les obligations 3 o/o de la Compagnie Jonction Salonique-Constantinople et les titres de l'emprunt or 3 o/o Salonique-Monastir, qui venait d'être réglé par l'accord du 10 mars 1932, y étaient soumis.



La Conférence prévue par l'accord pour novembre n'eut pas lieu. Par conséquent pour l'année 1932-33 il n'y eut pas de pourcentage additionnel. Mais l'accord ne put être exécuté qu'en janvier, à la suite des événements que nous allons retracer :

La situation financière s'étant singulièrement aggravée vers la fin de l'année 1932, le Gouvernement Tsaldaris se réserva de réfléchir sur ce qu'il y avait lieu de faire. Dans une conférence des chefs des partis politiques, des divergences de vues s'étant produites, le gouvernement décida de gérer la question de l'application de l'accord sous son entière responsabilité. Les renseignements fournis par la Banque de Grèce sur le stock de change dont elle disposait produisirent l'impression que le transfert de 30 o/o de l'annuité serait impossible. D'autre part la situation du Trésor s'avérait dangereuse du fait que la Commission Financière détenait les dépôts provenant des

excédents des revenus affectés à la dette. Le solde à restituer par la Commission à l'Etat sur les excédents des revenus affectés jusqu'à fin octobre s'élevait à un total de 1.937 millions de drachmes. Déduction faite des sommes prévues par les Accords de Londres et de Paris a) pour le paiement aux porteurs étrangers du pourcentage de 30 o/o et b) pour la constitution d'un collatéral en vue d'un versement supplémentaire de 35 o/o à payer ultérieurement sur les coupons venant à échéance entre le 1<sup>er</sup> septembre 1932 et le 31 mars 1933 — ce solde était ramené à 1.128 millions de drachmes, si le service était évalué en livres papier, et à 1.007 millions, s'il était évalué en livres or. Or le montant des obligations de l'Etat (obligations envers la Banque de Grèce — traites de l'Etat à court terme — obligations résultant de mandats émis — dettes arriérées) s'élevait à 1.955 millions de drachmes.

Pendant plusieurs jours le gouvernement hésita sur la décision à prendre quant à l'application des Accords. Finalement il décida de les appliquer en grande partie tout au moins, c'est-à-dire de verser aux porteurs étrangers le pourcentage de 30 o/o, mais que le solde des excédents des revenus affectés lui soit restitué en totalité, sans retenue en compte bloqué d'un pourcentage additionnel de 35 o/o à titre de garantie en faveur des porteurs. Cette décision faillit provoquer un conflit au sein du gouvernement, mais finalement elle l'emporta.

Cependant au dernier moment le versement du pourcentage de 30 o/o aux porteurs dut être ajourné, par suite d'objections formulées, en ce qui concerne l'emprunt américain de 1929, par les gouvernements de Londres et de Washington, contre la thèse hellénique qui considérait cet emprunt comme devant être compris par-

mi les emprunts de guerre et soumis aux effets du Moratoire Hoover. Le gouvernement hellénique voulait que le pourcentage de cet emprunt soit déposé en compte bloqué, jusqu'à ce qu'un arbitrage se prononce sur le caractère de l'emprunt. En définitive le versement fut effectué avec la réserve qu'il devait être considéré comme un emprunt de guerre.

Aussitôt après l'émission du mandat de paiement, les formalités nécessaires furent accomplies pour la restitution à l'Etat grec des excédents des revenus affectés détenus par la Commission Financière. Les représentants de la France, de la Grande-Bretagne et de l'Italie, contre le transfert aux guichets des établissements, chargés du service financier, des provisions nécessaires au paiement d'un acompte de 60 o/o sur les coupons venus à échéance entre le 2 avril et le 30 septembre 1932, remirent, en janvier 1933, à la disposition du gouvernement hellénique une somme d'environ 1.250 millions de drachmes, représentant les recettes des Monopoles consignées pendant le premier demi-exercice de l'année fiscale 1932-33. Il fut par contre retenu, sur le montant des recettes encaissées depuis le 1<sup>er</sup> septembre 1932, un montant en drachmes, calculé de manière à constituer un collatéral en vue d'un versement supplémentaire de 35 o/o à payer ultérieurement sur les coupons de la dette extérieure venant à échéance entre le 1<sup>er</sup> septembre 1932 et le 31 mars 1933. De même la Commission Financière a retenu à titre de consignation, jusqu'au prononcé de la sentence arbitrale qui devait intervenir dans la question du paiement en livres sur sa base de l'or, un montant en drachmes pour couvrir éventuellement cette différence.



Cependant la situation budgétaire était loin d'être réserve pour le versement d'un nouvel acompte qui serait au cours des neuf premiers mois de l'exercice financier, (avril-décembre 1932) révélait une moins-value de près d'un milliard de drachmes, malgré la réduction à 30 0/0 du service de la dette extérieure et en dépit d'importantes compressions sur les crédits militaires et de la création de ressources nouvelles. Une meilleure rentrée des impôts en janvier et février 1933 abaissa le chiffre du déficit à 450 millions de drachmes. La gravité de la situation ne devait pas échapper au chef du gouvernement issu des nouvelles élections. Dans la déclaration ministérielle du 3 avril 1933 M. Tsaldaris exposa que si les choses restaient en état, le budget de 1933-34 laisserait un déficit de 1.100 à 1.200 millions de drachmes. L'application systématique d'économies, une gestion sévère des crédits budgétaires, ainsi qu'une réorganisation profonde du système fiscal, trop touffu, s'avéraient nécessaires. Néanmoins l'équilibre du budget 1933-34 ne semblait pas devoir être assuré par ces seuls moyens. Aussi le Président du Conseil estimait-il qu'avant de présenter le budget il fallait entrer en rapport et négocier un règlement avec les porteurs étrangers, d'où dépendrait finalement l'équilibre du budget. Ce règlement qui devait être basé sur la capacité de paiement ne pouvait intervenir sans un examen préalable de la situation financière et économique.

C'est pourquoi à la fin avril le gouvernement hellénique demandait à la Société des Nations l'ouverture d'une enquête. Le Conseil ayant accepté la proposition chargea le Comité Financier d'y procéder immédiatement. Cette

enquête devait porter plus particulièrement sur l'état de la dette publique, le montant affecté à son service, la situation des recettes budgétaires et de la balance commerciale. L'enquête eut lieu dans le courant du mois de mai 1933 et les conclusions en furent examinées au cours d'une session spéciale du Comité Financier tenue à Londres du 6 au 14 juin.

Dans ce rapport, qui est peut-être l'étude la plus circonstanciée sur les finances du pays entre toutes celles qui ont été rédigées sous l'égide de la Société des Nations, sont exposées les modifications indispensables à apporter à la législation financière en vue de rendre plus lumineuse la manière dont les finances sont administrées. Il relate les engagements pris par la Grèce de ne pas recourir à des emprunts étrangers, de réduire les dépenses et d'établir des impôts produisant de nouvelles recettes de 465 millions de drachmes par an. On y distingue nettement que la Grèce, dans son état actuel, ne peut faire face à ses obligations de transfert à l'étranger. Le pourcentage de sa dette publique par rapport aux exportations dépasse 80 0/0 ; la baisse des prix et la dévaluation de la drachme après l'abandon de l'étalon or en avril 1932 a fait doubler la charge afférente au service.

Le rapport admet également que la situation du pays est telle qu'elle ne lui laisse guère l'espoir de voir une amélioration se produire, même après la fin de la crise. Ce sont là les constatations les plus pessimistes que le Comité a eu à faire jusqu'à présent. Mais il est piquant de remarquer combien elles ont été démenties par les faits. Pour ne prendre qu'un exemple, le rapport estimait que le poids des charges fiscales ne permettait guère un nouvel accroissement des impôts et restait sceptique sur

le résultat à en attendre. Or les recettes obtenues par l'établissement de nouveaux impôts ont dépassé du double les prévisions au cours de l'exercice 1933-34.

A s'en tenir aux termes mêmes du rapport, l'impuissance financière du pays se trouvait constatée d'une façon indiscutable. Cette constatation qui constituait en réalité un « certificat d'indigence » justifiait pleinement un allègement des obligations contractuelles du pays afin qu'il puisse reprendre et développer ses forces productives. Elle révélait en outre que le pays devrait également être secondé dans sa politique commerciale afin que, par l'accroissement de son commerce extérieur, il puisse faire face d'une manière convenable au payement de ses emprunts.

Le rapport une fois publié allait servir de base de discussion au cours des négociations avec le Conseil des porteurs étrangers et le League Loans Committee. Ces négociations commencèrent au mois de juin à Londres en même temps que se réunissait la Conférence Economique et Monétaire Internationale. Aux yeux des représentants du gouvernement hellénique, elles ne devaient être que la consécration sur le plan pratique des principes qui, à la même heure, faisaient l'objet des discussions de la sous commission de la Conférence chargée d'examiner le problème de l'endettement des Etats.

Tout d'abord les représentants des porteurs formulèrent la prétention que le pourcentage à payer soit fixé à 50 0/0, sur lesquels 40 0/0 seraient payés en change étranger et 10 0/0 resteraient comme dettes de l'Etat. La délégation hellénique n'accepta même pas de discuter cette proposition et s'en tint aux évaluations que le Comité Financier avait estimées possibles d'être versées sans

compromettre l'équilibre du budget. D'après le rapport du Comité, le reliquat du budget en cours qui restait pour le service de tous les intérêts s'élevait, compte tenu des compressions de dépenses et de l'augmentation des impôts, à 912 millions de drachmes ; ce qui représentait approximativement un pourcentage de 15 0/0 sur le service de l'intérêt. Il était naturel que dans ces conditions les négociations fussent longues et pénibles.

Les Ministres grecs déclarèrent que la seule façon qui permettrait au gouvernement d'accepter sans danger l'augmentation de ce pourcentage serait de faciliter le placement des produits grecs sur le marché britannique. A ce propos ils rappelèrent que leur action à la Conférence Economique ne devait pas être séparée de leur action devant les comités des porteurs étrangers et qu'elle tendait à lier le service de la dette publique extérieure à la question des facilités à accorder à l'exportation de leurs produits. La position était logique et défendable ; mais pratiquement restait sans issue, car les porteurs n'avaient ni qualité ni compétence pour aborder la question des exportations.

Les négociations furent donc interrompues le 21 juillet 1933 et la délégation hellénique quitta Londres en déclarant aux représentants des créanciers que son départ ne signifiait pas la rupture des négociations, mais qu'elle avait besoin de s'entendre directement avec son gouvernement. Toutefois avant son départ elle reçut une note des représentants des porteurs contenant leurs dernières propositions. Elles fixaient le pourcentage à payer à 25 0/0 pour le premier semestre 1933-34 et 30 0/0 pour le second — 35 0/0 pour le premier semestre 1934-35 — et 40 0/0 pour le second, avec l'adjonction

contenue pour la première fois qu'il leur était dû un intérêt de 2 0/0 pour la partie non payée du service, bloquée en drachmes. A l'appui de ces propositions les créanciers faisaient valoir que la Grèce se trouvant l'année d'avant dans une situation bien plus mauvaise avait pourtant payé 30 0/0 de l'intérêt de la dette. Il est vrai que ce paiement de 30 0/0 en 1932 avait laissé au budget un déficit de plus de 400 millions de drachmes.

Les Ministres qui étaient à la tête de la délégation hellénique revinrent à Athènes le 30 juillet 1933 et dans une conférence spéciale, tenue au Ministère des Affaires Etrangères le 1<sup>er</sup> août, les chefs des partis politiques prirent connaissance des négociations de Londres. Le gouvernement poursuivit des négociations officielles par l'intermédiaire du Ministre de Grèce à Londres offrant 22,5 0/0 pour 1933-34 et 27,5 0/0 pour 1934-35. Le 11 août les représentants des porteurs rejetaient ces propositions. Le gouvernement hellénique proposa alors de soumettre à un arbitrage la fixation du pourcentage à payer après un nouvel examen de la capacité de paiement. Mais cette démarche resta sans réponse ; après quoi les négociations s'arrêtèrent.

Ainsi la question de l'inscription des crédits budgétaires pour le service de la dette au cours de l'exercice 1933-34 ne se trouvait pas réglée après l'échec des pourparlers de Londres. Normalement il eut fallu inscrire l'intégralité des crédits prévus pour l'amortissement et l'intérêt, puisque le moratoire obtenu par l'accord du 15 septembre 1932 ne couvrait que l'exercice 1932-33. Le service complet aurait ainsi absorbé 5.380 millions de drachmes dont 3.249 millions pour l'intérêt, sur un total de recettes budgétaires de 7.500 millions de

drachmes environ. 28 0/0 seulement des recettes auraient été destinées au fonctionnement des services publics. L'impossibilité de prévoir la totalité des crédits était évidente et le transfert eut été encore plus difficile à effectuer. En conséquence le gouvernement grec n'inscrivit rien pour l'amortissement et les crédits pour le paiement de l'intérêt ne s'élevèrent qu'à 22,5 0/0. En dépit de cette réduction on prévoyait que le budget 1933-34 laisserait un déficit évalué à 325 millions de drachmes.



Le 20 septembre 1933 le Président du Conseil, M. Tsaldaris, se rendit à Genève pour représenter la Grèce à l'Assemblée générale de la Société des Nations. Là il entra en contact avec les milieux compétents intéressés au règlement du service de la dette publique extérieure du pays. Sur ces entrefaites parut le rapport du Comité Financier de la Société des Nations qui constatait de nombreux signes d'amélioration de la situation économique et financière depuis le début de l'année 1933, et particulièrement à dater du mois d'août. L'encaisse or et devises s'élevait en effet le 31 août 1933 à 3.124 millions de drachmes, en augmentation d'environ 4.3 millions de dollars or depuis le début de l'année, la fuite devant la drachme ayant pris fin. Le déficit de la balance commerciale s'était également réduit à la suite d'abondantes récoltes en Grèce. Enfin le nombre des navires armés s'était élevé, révélant une reprise de l'activité de la marine marchande.

Certes, à la séance du Conseil de la Société des Nations du 12 octobre, le délégué hellénique s'efforça-t-il d'amenuiser l'importance de cette amélioration, faisant

notamment ressortir que l'accroissement de l'encaisse de la Banque avait pour cause principale le rapatriement des avoirs helléniques, des Etats-Unis, devant la baisse du dollar. Néanmoins l'amélioration était suffisante pour encourager les porteurs de fonds helléniques à exiger un traitement plus favorable que celui qui leur avait été réservé unilatéralement par le gouvernement grec, lors de l'inscription des crédits budgétaires. Les négociations reprirent par l'intermédiaire du Ministre de Grèce à Londres avec le League Loans Committee et le Council of Foreign Bondholders et finalement un arrangement survint dont les termes sont contenus dans une lettre du Ministre de Grèce en date du 7 novembre 1933 et dans la réponse de Sir Austen Chamberlain le 10 novembre. Quelques jours plus tard les deux Comités britanniques recommandaient cet arrangement à l'adhésion des porteurs anglais. En voici les principales dispositions :

1) Le gouvernement grec s'engage à transférer les proportions suivantes de l'intérêt sur sa dette extérieure, l'amortissement restant suspendu pour deux années : a) pour l'année financière 1933-34 le transfert sera effectué à concurrence de 27.5 0/0 et b) de 35 0/0 pour l'année financière 1934-35. Le paiement sera effectué immédiatement pour les coupons déjà échus et aux dates habituelles pour les coupons non encore venus à échéance. Ceci pour éviter que se renouvellent les hésitations du gouvernement hellénique à appliquer l'accord. Il est expressément convenu qu'au cas où surgiraient des difficultés particulières à propos de tel ou tel emprunt, il n'y aura pas pour autant un retard dans le paiement des coupons des emprunts qui ne font pas l'objet de discussions.

2) Le pourcentage à payer s'entend non en livres-or mais en livres sterling papier, à l'exception des emprunts libellés en dollars pour lesquels le payement est assuré en dollars papier.

3) Le service de la dette est reconnu pour son entier en drachmes, à l'exception des montants nécessaires à l'amortissement. C'est pourquoi le gouvernement grec aura à inscrire dans les budgets de 1933-34 et de 1934-35 la totalité des crédits nécessaires pour le service de l'intérêt. Mais on lui donne la possibilité de réemprunter la partie non transférée du service, à charge pour lui de remettre à la Commission Financière Internationale ou à tout autre personne désignée, chaque fois qu'il usera de cette faculté, des Bons du Trésor libellés en drachmes et ne portant pas intérêt.

4) Il est convenu qu'en avril 1935, avant la rédaction du budget 1935-36 et en tous cas pas plus tard qu'en janvier 1936, le gouvernement hellénique examinera à nouveau la question de la dette publique avec ses créanciers britanniques et que, s'il accordait d'ici là un traitement plus favorable à d'autres groupes de porteurs étrangers, les porteurs britanniques en bénéficieraient de plein droit.

5) Enfin, comme dans l'accord de septembre 1932, il était entendu que le gouvernement britannique recommanderait à la Commission Financière Internationale de restituer l'excédent des revenus affectés, après avoir gardé les sommes nécessaires à l'exécution de l'accord.

A la suite de cet accord, il a été porté au budget de 1933-34 pour le service de l'intérêt de la dette extérieure la somme de 613 millions de drachmes. En 1934-35 l'annuité s'élèvera à 784 millions de drachmes.



Pour être mis en vigueur, l'Accord conclu à Londres avait besoin de recevoir l'adhésion des porteurs français de fonds helléniques. Lorsque l'A.N.P.F.V.M. eut connaissance des lettres échangées, elle fit connaître au gouvernement hellénique qu'elle était prête en principe à recommander les propositions de ce gouvernement à l'agrément des porteurs. Il ne lui semblait pas possible en effet d'obtenir des conditions générales de paiement plus favorables que celles que les Comités britanniques, qui représentaient des intérêts beaucoup plus importants, avaient obtenues après des mois de laborieux pourparlers.

Toutefois elle jugea nécessaire que le gouvernement hellénique apporte certaines précisions à ses propositions. Elle lui demanda notamment :

- a) De s'engager à faire aboutir, avant le 31 janvier 1935, la procédure d'arbitrage qu'il avait lui-même suggérée en octobre 1932 en vue de résoudre le litige existant au sujet de la validité de la clause or attachée à certains emprunts.
- b) D'accepter de négocier avec le Conseil de la Dette publique ottomane à l'effet de fixer sa part contributive au service de l'ancienne dette publique ottomane, contribution dont le principe est fixé depuis plus de 15 ans, par le Traité de Lausanne.
- c) De ne pas modifier la position qu'il avait prise lors de l'exécution de l'Accord 1932, en ce qui concerne le règlement des coupons arriérés des obligations 3 0/0 or 1893 de la Compagnie de chemin de fer Salonique-Monastir et de régler les coupons échus avant la promulgation du moratoire d'avril 1932, à raison de 60 0/0 de

leur montant or contractuel ainsi que le prévoit la Convention du 10 mars 1932.

Le gouvernement hellénique ne crut pas devoir donner satisfaction à ces demandes justifiées. Aussi l'A.N.P. F.V.M. n'a été en mesure pour cette raison de prier le gouvernement français d'inviter son délégué à la Commission Financière Internationale à autoriser la remise au gouvernement hellénique des avoirs en drachmes qui resteraient disponibles après constitution des provisions nécessaires au paiement de l'acompte de 27,5 0/0.

La position des porteurs français risquait d'être dangereuse pour les finances publiques de l'Etat grec. En effet tant qu'ils n'auraient pas invité le gouvernement français à autoriser la levée du sequestre sur l'excédent des revenus gagés, ceux-ci ne pourraient être utilisés pour les besoins budgétaires et le trésor hellénique se trouverait privé d'une rentrée importante de ces recettes. Néanmoins, le gouvernement hellénique ne voulut pas céder devant ce qu'il appelait l'intransigeance des porteurs français. Il passa outre. Ne pouvant obtenir la remise des excédents des revenus gagés, il se fit consentir par la Banque Nationale de Grèce, au mépris de ses statuts et des dispositions du Protocole de 1927, des avances pour un montant égal au total des revenus détenus par la Commission Financière Internationale ; ces avances devaient être remboursées à la Banque ultérieurement, lorsque serait levé le séquestre. A la fin de 1933, les avances ainsi consenties s'élevaient au montant de 2.603 millions de drachmes.

Depuis, l'attitude du gouvernement hellénique a tendu essentiellement à forcer la résistance des porteurs français en usant leur patience et en tâchant de créer une

antinomie d'intérêt entre eux et les porteurs britanniques. Sous son inspiration, une campagne de presse a été entreprise dans le « Financial Times », au mois de février 1934, où les porteurs français étaient accusés de faire une opposition organisée, pour faire échec à la mise en vigueur de l'Accord conclu en novembre 1933 et ce, prétendument, en vue de s'assurer un traitement spécial. Cette campagne assez violente motiva une protestation du Directeur de l'A.N.P.F.V.M. Sa lettre parue dans l'« Information » contient l'exposé des justes réclamations des porteurs français.

Ceux-ci, sûrs de leur bon droit, demandent que la question de la monnaie de payement, en livre-or ou en livre-papier, soit soumise à un arbitrage et en toute loyauté acceptent à l'avance la sentence de l'arbitre. Mais le point névralgique du conflit semble bien la question du payement des coupons arriérés des obligations Salonique-Monastir. Le gouvernement hellénique soutient que cet emprunt n'est pas gagé sur les revenus de la Commission Financière Internationale. Or, à l'article 6 de la Convention du 10 mars 1932 concernant cet emprunt, on trouve écrit : « le gouvernement hellénique s'engage à affecter, comme garantie des paiements prévus par l'Accord, les excédents des revenus assignés aux services des emprunts helléniques sous le contrôle de la Commission Financière Internationale. » En outre, cet emprunt figure sous le numéro 21 de l'Annexe A aux instructions communes des trois gouvernements (français, anglais, italien) représentés à la Commission. En fait de traitement spécial, les porteurs français demandent seulement que les arriérés afférents aux échéances de juillet 1920 et suivantes encore impayés et qu'ils ont acceptés de rece-

voir au taux réduit de 60 o/o de leur valeur nominale en franc-or ne soient pas soumis au deuxième moratoire de novembre 1933. Sans cela, ces arriérés de 14 ans seraient payés à 27,5 o/o de 60 o/o de leur valeur.

Pendant plus de six mois, les choses restèrent en état, chaque partie demeurant sur ses positions. Cependant, il convient de signaler la tactique habile du gouvernement grec au cours de cette période pour s'attirer les faveurs des porteurs britanniques et les dresser contre les porteurs français, à intervalles réguliers et périodiques, il fit paraître dans les journaux financiers l'annonce que le paiement des coupons en exécution de l'Accord de novembre 1933, allait commencer ; il déclarait que la Banque Nationale de Grèce devait recevoir des instructions conformes de sa part en ce qui concerne le transfert des sommes. Mais comme légalement et pratiquement ce paiement ne pouvait être effectué, tant que durerait l'opposition du représentant français à la libération du surplus des revenus bloqués par la Commission Financière, l'attente des porteurs anglais était toujours déçue.

Le but visé par cette manœuvre fut toutefois obtenu ; les porteurs français passèrent, aux yeux des Britanniques, pour des empêcheurs de danser en rond. Si bien que, sur l'intervention officieuse de la Trésorerie Britannique, le gouvernement français, malgré l'opposition de l'A.N.P.F.V.M. dut donner l'ordre à son représentant à Athènes, de consentir à la libération des revenus gagés. Ceux-ci furent libérés à la fin juin 1934.

L'Association des Porteurs Français ne pouvait, dans ces conditions engager plus longtemps les porteurs français de fonds helléniques à la résistance, puisqu'elle se trouvait privée du seul moyen de contrainte dont elle

disposa. Elle recommanda donc aux porteurs d'accepter les propositions de l'Accord de Londres du mois de novembre 1933, c'est-à-dire le paiement en livres sterling dépréciées. Le 21 juillet 1934, elle faisait connaître que le paiement des acomptes prévus par l'Accord de Londres (27,5 0/0 pour l'exercice financier 1<sup>er</sup> avril 1934-1<sup>er</sup> avril 1935) pouvait être effectué à partir du 1<sup>er</sup> juillet sur les coupons alors échus des emprunts helléniques 4 0/0 1902, 4 0/0 1910, 5 0/0 1914 et de l'emprunt 3 0/0 jonction Salonique-Constantinople.

Ces acomptes étaient décomptés sur la base du montant nominal des coupons en francs français, en ce qui concerne le 3 0/0 jonction Salonique-Constantinople et du montant nominal en livres sterling pour les autres emprunts émis en France, le montant nominal des coupons en francs étant dans ce deuxième cas convertis en raison de 25 francs pour une livre sterling. Les coupons devaient, après perforation, être rendus aux porteurs et conservés par eux en vue du règlement éventuel du solde non mis en paiement.

Mais le litige concernant les obligations or 1893 Salonique-Monastir n'a pu être résolu jusqu'ici, malgré de pressantes démarches entreprises auprès du gouvernement hellénique, avec le concours du gouvernement français. Le règlement des coupons échus de cet emprunt ne pouvant s'effectuer dans le cadre de l'Accord 1933, l'Association des porteurs a décidé de poursuivre l'exécution de la Convention du 10 mars 1932 et recourir à cet effet, à la procédure prévue par l'article 10 de cette Convention. Mais la suspension des paiements des coupons de cet emprunt n'a pas pour effet en vertu de la disposition contenue dans l'Accord de novembre 1933 d'interrom-

pre le payement des emprunts pour lesquels il n'y a pas discussion entre le gouvernement hellénique et les porteurs.

---

## CHAPITRE IV

### LA POLITIQUE DE MORATOIRE EN ROUMANIE

1° *La dette d'avant-guerre* de la Roumanie doit être divisée en deux grandes catégories : a) celle des emprunts extérieurs et b) celle des emprunts intérieurs.

En tenant compte qu'avant-guerre il n'existait aucune différence entre la devise nationale de la Roumanie et le franc-or, le service de ces deux catégories d'emprunts se faisait en lei, en francs français, en livres, en francs suisses, suivant le lieu d'émission de l'emprunt. Durant la guerre, le service des emprunts dut être forcément suspendu. Mais à la fin des hostilités, la Roumanie reprenant ses obligations, procéda à l'estampillage des titres des emprunts d'avant-guerre. À partir de cette opération s'établit une distinction entre les titres des emprunts intérieurs et extérieurs. Les premiers étaient estampillés d'une manière démontrant que leur service se ferait en lei. Les seconds divisés en diverses catégories, étaient estampillés par des tampons spéciaux indiquant qu'ils seraient payés en monnaies étrangères : francs, livres, lires, etc... suivant la nationalité des porteurs.

Le système fut appliqué jusqu'en 1928. La Roumanie régla alors ses emprunts extérieurs émis jusqu'en 1913 par des accords spéciaux avec ses créanciers. Ces accords signés à Paris, Londres, Berlin et Bucarest sont basés sur un système de service des emprunts en or d'après une échelle de 40 0/0 à 100 0/0 pour une durée de 32

ans. Les titres se trouvant en possession des sujets allemands constituaient une catégorie à part. Les accords signés par la Roumanie pour le règlement du service des emprunts d'avant-guerre vis-à-vis des porteurs étrangers sont les suivants :

1° *Accord du 31 mai 1928* signé à Paris. Il spécifie que les titres des emprunts roumains d'avant-guerre à 4 o/o et 5 o/o d'intérêt, ne portant pas l'estampille indiquant qu'ils seraient payés en lei, seraient échangés avec de nouveaux titres, au même taux, payables en francs or, conformément à l'échelle mentionnée à l'article 2 de l'Accord et commençant à 40 o/o. Cette échelle qui, à partir de 1932, va en augmentant arrive jusqu'à 100 o/o à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1951. Cet Accord a donc procédé à l'unification de toutes les rentes d'avant-guerre de 4 o/o et de 5 o/o. Les titres de l'emprunt 4,5 o/o 1913 qui ne sont pas cotés en France, mais dont un certain nombre y circulent, constituaient une catégorie à part : ils n'étaient pas échangés et leur paiement devait être effectué en livres sterling.

2° Cet emprunt 4,5 o/o 1913 a fait l'objet de l'*Accord* signé à Londres, le 4 juillet 1928, avec la maison Schroeder. Les titres qui ont été admis en 1914 à la cote de la Bourse de Londres seront payés à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1928 en livres sterling, sauf si les ayants droit sont sujets roumains.

3° *Accord du 10 novembre 1928*, signé à Berlin, en vertu duquel les titres des emprunts roumains 4 o/o, 5 o/o et 4,5 o/o, non estampillés comme appartenant à des sujets allemands, seraient échangés avec des titres 4 o/o, 5 o/o et 4,5 o/o de nouveaux types, payables en

francs-or ou en lei-or, d'après une échelle fixée dans l'Accord.

4° *Accord Belgo-roumain* du 30 juin 1931, conclu par échange de notes à Bucarest. Cet Accord spécifie que les titres des emprunts roumains portant une estampille carrée et appartenant à des sujets belges seraient échangés avec des titres de type nouveau, conformément à l'accord de Berlin mentionné ci-dessus. Les coupons en seront payés en francs belges au cours du franc-or ; et il est en outre accordé aux porteurs de ces titres un supplément de 40 o/o en titres sur la valeur nominale de ceux-ci.

A la suite de ces Accords, la dette extérieure d'avant-guerre de l'Etat roumain comprenait uniquement les rentes unifiées 4 o/o et 5 o/o et l'emprunt 4,5 o/o 1913. De 1929 au début de 1933, les coupons de rentes 4 o/o et 5 o/o ont été payés à l'échéance sur la base des pourcentages de l'intérêt contractuel, décompté en or et fixé par l'Accord de Paris (40 o/o en 1929, 1930 et 1931 ; 41 o/o en 1932 ; 42 o/o à l'échéance du 1<sup>er</sup> janvier 1933) et l'amortissement a été effectué par voie de rachat en Bourse, conformément à l'article 8 de cet Accord. Pendant cette période, les coupons de l'emprunt de consolidation 4 o/o 1922, ainsi que les titres de l'emprunt 4,5 o/o 1913 admis au bénéfice de l'Accord de Paris ont été payés pour leur montant nominal en livres sterling.

2° La dette d'après-guerre de la Roumanie peut se diviser en a) dettes directes de l'Etat roumain et b) dettes de la Caisse Autonome des Monopoles. La dette directe de l'Etat roumain est constituée par 1° l'emprunt de consolidation 4 o/o 1922 et 2° par l'emprunt 6 o/o 1925, libellé en liras italiennes. Quant aux emprunts émis par la Caisse Autonome des Monopoles ce sont : 1° l'em-

prunt 7 0/0 1929 de stabilisation et 2) l'emprunt 7,5 0/0 1931 de développement.

Il est intéressant de rappeler dans le détail l'importance de la dette publique roumaine à la veille de la proclamation du moratoire de transfert décrété au mois d'août 1933. La dette publique du Royaume se montait au 30 juin à 156,5 milliards de lei, soit un peu plus de 20 milliards de francs. Sur ce total, 138 milliards de lei environ (83,5 0/0) ont été empruntés à l'étranger et sont libellés en monnaies étrangères. Un peu moins de 20 milliards de lei seulement ont été souscrits en Roumanie. Dans le total de 138 milliards, les emprunts d'avant-guerre et d'après-guerre dont nous avons parlé figurent pour 83.500 millions de lei — les dettes de guerre pour 39.500 millions — les obligations d'assistance pour 1.500 millions. Les principaux créanciers de la Roumanie sont, par ordre d'importance : la France, la Grande-Bretagne, les Etats-Unis, l'Italie, la Belgique et la Suisse. La dévaluation de la livre sterling avait, à la fin juin 1933, diminué la somme due par la Roumanie à la Grande-Bretagne d'environ 15 milliards de lei, et celle du dollar se traduisait pour elle par un bénéfice de 5.500 millions ; au total, un peu plus de 20 milliards de lei. La charge en capital atteignait avant-guerre 8.142 lei par tête d'habitant. Aujourd'hui l'endettement est de 8.700 lei ; on voit qu'il n'a augmenté que dans de faibles proportions.

Le service annuel de la dette roumaine, tant intérieure qu'extérieure, intérêts et amortissements compris, s'élevait à 6.500 millions de lei au budget de 1932, sur lesquels la dette extérieure de l'Etat et de la Caisse Auto-

nome des Monopoles en absorbait 5.834 millions. C'est dire l'importance des transferts à effectuer.



La Roumanie dont la structure économique est certainement la mieux équilibrée de tous les pays Balkaniques n'a pas échappé au contre-coup de la crise économique. Sa capacité de transfert a été particulièrement atteinte par la chute brutale du prix des céréales, et l'équilibre de son budget a été rompu par la baisse considérable des revenus publics. Dans ces conditions, il ne lui a pas paru possible de continuer à supporter la charge de sa dette extérieure. Mais, avant de s'entremettre avec les représentants des porteurs et pour donner plus de poids aux démarches qu'elle se proposait d'entreprendre auprès d'eux, jugea-t-elle nécessaire de demander la collaboration technique de la Société des Nations, en vue de l'établissement et de l'application de plans de réformes financières et de restauration économique. Cette demande fut adressée le 28 juin 1932 à Genève. Il convient d'en signaler, dès à présent, l'esprit.

La Bulgarie et la Grèce ont recourru, elles aussi aux conseils du Comité Financier ; mais, dans la pensée de ces deux pays, cet appel tendait en définitive à obtenir l'autorisation et le patronage de la Société des Nations pour l'émission d'un emprunt sur les marchés étrangers. La Roumanie n'a pas sollicité d'emprunt. Ce qu'elle voulait, c'était, par le raffermissement de son crédit public que la collaboration technique du Comité Financier lui procurerait, obtenir de ses créanciers de substantiels allègements sur le service de sa dette.

Des experts furent envoyés à Bucarest à la fin août pour documenter le Conseil sur la situation générale du pays. Leurs constatations ont été consignées dans de nombreux rapports qui analysent ainsi la situation du pays. Le rapport de M. Rist du mois de juin avait déjà signalé l'insuffisance des réformes que la Roumanie, au moment de la stabilisation du lei en 1929, s'était engagée à apporter dans les services financiers et dans la comptabilité publique. Trois ans seulement après la stabilisation, le découvert atteignait 10 milliards de lei. Cependant, la situation monétaire n'était pas si mauvaise à la fin de 1931, puisque la Banque Nationale avait pu maintenir toute l'année la liberté des changes, en dépit de la crise financière du mois de juin 1931.

Le maintien de cette situation aurait exigé que la Banque poursuivît le rétablissement du crédit ébranlé, par le dégonflement de son portefeuille et une plus grande liquidité de son actif. Mais la politique de l'Etat roumain en 1932, est allée à l'encontre des mesures envisagées : les recettes mensuelles ne dépassant pas 1.200 à 1.300 millions de lei, alors que les dépenses atteignaient 1.700 à 1.800 millions de lei, le gouvernement recourrut aux avances de la Banque Nationale, qui la mettaient dans une situation redoutable et constituaient une très lourde charge pour elle. En outre, la législation sur les dettes agricoles et commerciales l'obligea à réescompter de nombreuses traites à longue échéance et d'une valeur souvent incertaine. Enfin une demande active de devises fut provoquée par la fuite des capitaux nationaux. Il fallut rétablir la loi sur le contrôle des devises. Grâce à cette mesure, la Banque Nationale put acheter mensuellement à partir du mois de mai 1932 des sommes importantes provenant

des exportations, pour faire face à tous les transferts de l'Etat et du commerce. Parallèlement, le gouvernement prit des mesures pour supprimer l'écart de 500 millions entre les recettes et les dépenses. Les dépenses furent fixées, en dehors du paiement de la dette publique, à un total de 1.282 millions de lei par mois.

Ces constatations ont servi de base à la conclusion du Protocole intervenu entre le gouvernement roumain et la Société des Nations. D'après celui-ci, le concours de la Société des Nations ne devait avoir qu'un caractère consultatif. Sa collaboration à l'assainissement du pays comportait l'établissement d'un plan et la prise des mesures les plus propices pour la restauration financière. Le Conseil de la Société des Nations devait nommer, d'accord avec le gouvernement, un Conseiller financier, qui serait secondé par trois experts pour les questions budgétaires, fiscales et comptables. Ce conseiller se bornerait seulement à donner des avis que le gouvernement n'était pas obligé de suivre. Outre ces quatre personnes, le conseiller technique auprès de la Banque Nationale et l'expert près la Régie Autonome des chemins de fer continuaient à exercer leurs fonctions.

Le Protocole fut signé le 28 janvier 1933. Sa ratification qui devait avoir lieu avant le 30 avril 1933 n'intervint que le 18 mai, et encore sous certaines réserves. Mais sans que le gouvernement roumain ait, jusqu'à présent, donné une explication de son attitude, ce protocole n'a pas été encore appliqué et ni la nomination du conseiller financier, ni celle des trois experts n'a été faite. Il faut dire que, dès le mois de février 1933, à la suite de négociations que nous allons examiner, un premier accord de moratoire avait été passé avec les porteurs étrangers. L'application du Protocole perdait ainsi une partie de

son intérêt. Mais s'il est vrai que la promesse de rétablir l'ordre dans les finances, d'accord avec la Société des Nations, a pu influencer les porteurs dans l'octroi d'allègements au gouvernement roumain, on peut penser que le procédé manque de loyauté.



Après avoir alléché les porteurs par l'annonce d'une collaboration technique avec la Société des Nations, le gouvernement demanda au mois d'octobre 1932, à se mettre en rapport avec les représentants des porteurs de ces emprunts directs et avec ceux des emprunts émis par la Caisse Autonome des Monopoles. Les associations de porteurs des titres d'Etat roumain répondirent qu'en l'absence de rapports d'experts indépendants sur la capacité de paiement et de transfert de la Roumanie, elles ne pouvaient envisager que la conclusion d'un accord provisoire, réduisant au minimum les concessions. Les représentants des porteurs des emprunts de la Caisse Autonome se montrèrent moins conciliants, faisant observer avec juste raison que les difficultés budgétaires de la Roumanie ne devraient pas avoir en droit de répercussions sur le service de ces emprunts, aussi longtemps que le rendement de gages spéciaux affectés à leur service serait suffisant. Ce à quoi le gouvernement roumain rétorqua qu'il s'agissait bien moins de difficultés budgétaires que d'une impossibilité de constituer en devises étrangères les provisions nécessaires au service de ces emprunts, sans risquer de compromettre la stabilité du lei. Cet argument fut pris en considération et les représentants des porteurs des emprunts de la Caisse Autonome acceptèrent d'examiner

les suggestions du gouvernement roumain, sous la réserve que les dispositions nécessaires seraient prises pour sauvegarder les droits particuliers conférés par les contrats d'émission aux porteurs des emprunts 7 o/o 1929 et 7.5 o/o 1931. Les négociations se poursuivirent à Paris au cours des mois de janvier et de février 1933 et aboutirent à la signature de deux accords.

1) *Accord du 18 février 1933*, concernant la dette de l'Etat roumain : a) Cet accord prévoit la suspension complète pendant la période à courir du 1<sup>er</sup> janvier 1933 au 31 mars 1935 de l'amortissement des emprunts de l'Etat roumain. Mais le gouvernement se réserve la faculté de demander, avant le 1<sup>er</sup> janvier 1935, la prolongation de la suspension des paiements d'amortissement jusqu'au 31 mars 1936, si la situation économique et financière, compte tenu de l'exécution du programme de restauration financière établi par l'accord de collaboration technique avec la Société des Nations, l'exige.

b) A l'expiration de la période de suspension, les amortissements seront repris et seront effectués pour tous les emprunts, qu'il s'agisse de ceux dont l'amortissement doit s'effectuer obligatoirement par voie de tirage au sort ou de ceux dont l'amortissement peut s'effectuer par voie de rachat en Bourse, uniquement par des rachats en Bourse opérés par les Banques chargées de ce service. Lorsque les rachats ainsi effectués seront, à un moment quelconque, suffisants pour combler tous les arriérés d'amortissement résultant de la suspension temporaire, le service de l'amortissement sera repris sur la base des dispositions contractuelles à la première échéance qui suivra.

c) Etant donné la priorité dont bénéficie l'emprunt extérieur 4 0/0 1922, il fut prévu que l'amortissement de cet emprunt ne serait pas suspendu au cours de cette période ; seulement au lieu d'être opéré par voie de tirage au sort, il le sera par voie de rachat en Bourse.

2) *Accord du 15 février*, concernant la dette de la Caisse Autonome des Monopoles : a) Les emprunts 7 0/0 1929 et 7,5 0/0 1931 comportant contractuellement des priorités ou garanties spéciales, le service de leur amortissement n'a pas été suspendu. Seulement pour les échéances du 1<sup>er</sup> août 1933 et du 1<sup>er</sup> février 1934 de l'emprunt 7 0/0 1929 et du 1<sup>er</sup> avril et du 1<sup>er</sup> octobre 1933 de l'emprunt 7,5 0/0 1931, des amortissements par rachat en Bourse ont été substitués aux amortissements par tirage au sort ; ce procédé ne devant pas avoir pour effet d'augmenter la durée maxima des emprunts fixée par les contrats. — b) Toutefois les rachats supplémentaires d'obligations, effectués au moyen des annuités dues par les chemins de fer roumains en remboursement d'avances à eux consenties sur le produit de ces deux emprunts, sont suspendus complètement pour les années 1933 et 1934.

Quelques jours après la signature de ces deux accords le Ministre des Finances roumain, M. Magéaru, en commentait les résultats dans un communiqué donné à la Presse. Le Ministre faisait remarquer que la suspension des amortissements permettrait d'obtenir une réduction annuelle du service de la dette extérieure de 1.533 millions de lei, auxquels il convenait d'ajouter les 520 millions d'allègement obtenus par la suspension des paiements sur les dettes de guerre, y compris les « reliefs bonds ». On pourrait ainsi arriver à une économie totale

de 2.123 millions de lei par an, ce qui serait encore insuffisant pour rétablir l'équilibre budgétaire, écarter les difficultés de transfert et faciliter la marche normale des affaires. Il n'a pas caché en effet que l'allègement qui aurait été nécessaire aurait dû atteindre 3.500 millions de lei au regard d'une charge totale de 5.840 millions pour la dette extérieure.

C'est pourquoi la délégation roumaine a proposé, par une déclaration faite le 9 février 1933, que si au cours du premier semestre de l'exercice 1933 les revenus de l'Etat étaient inférieurs aux prévisions budgétaires, ou si la balance commerciale ne procurait pas la quantité de devises suffisantes, il faudrait apporter des réductions complémentaires au service des dettes de l'Etat. A cette proposition les représentants des porteurs ont fait savoir « que si les éventualités mentionnées dans ces déclarations se réalisent, conformément aux constatations des experts de la Société des Nations, et justifient un effort supplémentaire, ils examineront s'il est nécessaire au 1<sup>er</sup> septembre 1933 avec le gouvernement roumain les modalités d'un accord additionnel se rapportant à de nouvelles réductions ».



Le gouvernement roumain a estimé, dès le mois d'août 1933, que les conditions requises pour un nouvel aménagement étaient réalisées. Mais dans un geste de mauvaise humeur que ne justifiait pas l'attitude bienveillante de ses créanciers il a cru devoir s'écarter de la voie normale qui veut que lorsqu'on est en difficulté avec ses créanciers on entre en conversation avec eux. Le 12 août 1933 il décrétait unilatéralement un moratoire de trans-

fert de toutes les sommes dues à l'étranger par l'Etat, les Caisses Autonomes et les Régies commerciales à quelque titre que ce soit.

Déjà le bulletin du mois de juin de la Banque Nationale de Roumanie exposait tout au long les difficultés insurmontables auxquelles le pays était en proie pour se procurer des devises étrangères. « Si la situation des exportations de la Roumanie, y est-il écrit, ne s'améliore pas la question du transfert deviendra de plus en plus grave, parce que, pour une annuité extérieure de 3.745 millions de lei, le solde disponible de notre commerce extérieur ne sera que d'environ 2.350 millions de lei, donc inférieur d'environ 37 0/0, contre 19,42 0/0 en 1932. Il en résulte nettement que, dans la situation actuelle très difficile, la Roumanie sacrifiant les autres chapitres budgétaires absolument indispensables à la continuation de l'activité économique et réduisant même à la limite extrême les salaires des fonctionnaires ne pourra plus effectuer les transferts. Jusqu'à présent les différences résultées ont été couvertes par des emprunts ; actuellement la situation s'étant aggravée par l'arrêt de tout afflux de capitaux étrangers, le problème des transferts se pose dans toute sa gravité et doit être résolu d'urgence ».

L'impasse dans laquelle se trouvait la Roumanie était ainsi nettement indiquée. Toutefois le gouvernement roumain temporisa dans l'attente des décisions que prendrait la Conférence Economique et Monétaire de Londres. A cette conférence le délégué roumain, M. Madgearu, soumit devant la sous-commission monétaire et financière un projet de résolution qui a été déjà ana-

lysé (1). Ses conclusions ne furent pas adoptées. La Roumanie en fut profondément déçue.. Sur ces entrefaites l'Allemagne proclama au mois de juillet un moratoire de transfert sur toutes ses dettes extérieures à court terme et à long terme. Forte de l'exemple qui lui venait d'un grand pays, la Roumanie résolut d'agir de même.

Un décret fut publié suspendant, à dater du 1<sup>er</sup> août 1933, le transfert de toutes les sommes dues à l'étranger. Conformément à celui-ci, l'Etat, les Caisses Autonomes et les Régies commerciales devaient déposer à la Banque Nationale en lei les sommes dues et se considéraient de ce fait libérés de leurs obligations, jusqu'au moment où les Etats créanciers leur donneraient la possibilité, en facilitant les relations commerciales, de se procurer les devises nécessaires au transfert des sommes exigibles. Cette mesure fut prise à la suite d'un conseil de Ministres où M. Madgéaru justifia sa conduite dans un memorandum très intéressant.

Se retranchant derrière l'autorité de M. Rist, M. Madgéaru déclarait que la possibilité de transfert ne dépend pas seulement de la balance commerciale, mais aussi de l'ensemble de la balance des paiements. En conditions normales de crédit et de change, celle-ci pourrait s'équilibrer sans aucune difficulté. Mais les conditions ont cessé d'être normales, aussi bien à l'étranger qu'à l'intérieur du pays. A l'étranger la situation des marchés monétaires est de telle nature que les relations de crédit entre la Roumanie et ces marchés, où s'alimentaient habituellement les Banques roumaines, sont presque complètement interrompues. La multitude de règlements de devises

(1) Voir p. 112.

et de restrictions au commerce dans les pays voisins tendent à abaisser les exportations roumaines et à rendre de plus en plus difficile le règlement des affaires qui existent encore. Il convient de citer ce passage du memorandum où l'on croirait entendre le gouverneur de la Reichbank : « une continuation de ce système qui consiste à utiliser les devises destinées au payement de l'importation pour le payement des dettes de l'Etat signifierait avec certitude une compression encore plus grande de l'activité commerciale et économique, la compromission du crédit des commerçants, de nouvelles souffrances toutes les catégories de producteurs et par conséquent des résultats défavorables pour les finances publiques et l'économie nationale ».

En présence de critiques parues dans la Presse roumaine le Ministre des Finances crut devoir justifier la hâte avec laquelle avait été promulgué le décret de moratoire. Il déclara que le gouvernement ne pouvait attendre les négociations avec les créanciers, car entre temps des échéances étaient en cours, et si le gouvernement les ajournait sans des explications amples et publiques il créerait une atmosphère, à la veille de ces négociations qu'il devait entreprendre à Paris le 5 septembre, comme suite à celles du mois de février.



Peu après la suspension des transferts le gouvernement roumain dépêcha à Paris une délégation chargée de négocier un nouvel allègement concernant les rentes roumaines. Mais les porteurs n'ayant pas consenti à traiter, avant que le gouvernement n'ait rapporté la mesure

suspendant les transferts et n'ait accepté une nouvelle enquête sur la situation financière du pays, le gouvernement roumain crut devoir fixer, lui-même, les conditions dans lesquelles il entendait effectuer ses paiements au cours du deuxième trimestre de l'année financière.

Un avis publié le 1<sup>er</sup> octobre dans la Presse proposait aux porteurs de rentes d'encaisser leurs coupons à l'échéance du 1<sup>er</sup> octobre 1933, à raison de 20 0/0 en espèces et de 80 0/0 en Bons 4 0/0 de la Caisse d'Amortissement, libellés en lei et remboursables en deux semestres au cours de l'exercice 1936-37. La contre-valeur de ces Bons n'était donc pas transférable jusqu'en 1936. Pendant cette période les Bons pourraient être négociés et leur produit pourrait être placé dans le pays en valeurs immobilières. Tenant compte du fait que pendant le premier semestre 1933 le gouvernement roumain avait payé l'intégralité des coupons en devises, il résultait que le versement de 20 0/0 en devises au cours du deuxième semestre porterait le montant des coupons encaissés par les porteurs de rentes roumaines à 60 0/0.

En exécution de cette proposition, le Ministre des Finances a fait tenir à la disposition de tous ses correspondants à l'étrangers 20 0/0 de la valeur des coupons exigibles avec instruction de verser cette somme en numéraire à chaque porteur et un bon provisoire de la banque qui effectue le paiement pour le reste de 80 0/0.

Quand elle eut connaissance de ces propositions et de cette mesure, l'A.N.P.F.V.M. a fait savoir aux porteurs qu'elle ne pouvait les recommander à leur adhésion. En conséquence elle déclara s'opposer à la répartition des sommes détenues par la Banque de Paris et des Pays-Bas chargée du service des emprunts roumains, considérant

que tout autre procédé, de la part de cet établissement, créerait un précédent qui mettrait en discussion la responsabilité de la Banque envers les possesseurs de fonds roumains. Les sommes furent donc consignées à la Banque de Paris et des Pays-Bas et tenues à la disposition du gouvernement roumain.

En même temps, pour bien montrer qu'elle n'était pas hostile à l'octroi de réduction sur le service de la dette, l'Association a confirmé par télégramme qu'elle était prête à engager des pourparlers avec le gouvernement roumain et la Caisse Autonome sur les bases suivantes : a) consignation, à un compte des deux emprunts 7 o/o 1931, des sommes qui auraient dû être transférées le 15 août ; b) respect par le gouvernement roumain des engagements pris en février en ce qui concerne la nomination et l'installation à Bucarest des experts de la Société des Nations ; c) conclusion dans le courant d'octobre d'un accord comportant des facilités de règlement pour les échéances du deuxième semestre de l'exercice budgétaire ; d) conclusion en décembre 1933 sur la base des experts de la Société des Nations d'un accord relatif au service des emprunts à partir du 1<sup>er</sup> avril 1934.

La réponse du gouvernement roumain ayant été favorable, des négociations furent entreprises au mois d'octobre qui aboutirent à la signature de deux accords provisoires et limités au deuxième semestre de l'exercice financier 1933-1934.

1) *Accord du 26 octobre 1933, concernant les emprunts directs de l'État roumain.* a) Cet accord spécifie que les paiements en espèces, effectués ou à effectuer dans la période comprise entre le 1<sup>er</sup> avril 1933 et le 31 mars 1934 pour le service de l'intérêt des emprunts de l'Etat

roumain, seront limités à un pourcentage global de 62,5 0/0, les droits des porteurs sur les montants non distribués étant expressément réservés. Etant donné que le service des emprunts a été entièrement versé au cours du premier semestre, l'acompte à payer en espèces pendant le deuxième semestre sera de 25 0/0 seulement. Les dispositions matérielles nécessaires pour constater le paiement de l'acompte et réserver le droit des porteurs sur le solde des coupons, devaient être arrêtées d'accord avec les banques chargées du service financier des emprunts. Il fut décidé qu'elles consisteraient en une perforation et un estampillage des coupons présentés à l'encaissement. — b) Les dispositions relatives à la suspension de l'amortissement, prévues par l'accord du 18 février, étaient entièrement maintenues.

2) *Accord du 14 décembre 1933* avec la Caisse Autonome des Monopoles. Cet accord ne concernait que l'emprunt 7,5 0/0 1931, mais les dispositions en ont été reprises le 29 janvier 1934 en ce qui concerne l'emprunt 7 0/0 1929. a) Le versement de la deuxième semestrialité d'amortissement sur ces deux emprunts, aux échéances du 17 août 1933 (emprunt de 1931) et du 18 décembre 1933 (emprunt 1929) a été ajourné. — b) Il a été prévu qu'il serait payé un pourcentage de 50 0/0 sur le montant nominal de ces emprunts venant à échéance entre le 1<sup>er</sup> octobre 1933 et le 31 mars 1934. Comme la première semestrialité avait été entièrement payée, le pourcentage de transfert au cours de l'exercice 1933-34 a donc été réduit en fait à 75 0/0. — c) En vue de réserver les droits des porteurs sur le solde non couvert par l'acompte, et à titre exceptionnel, la Banque Nationale de Roumanie a été autorisée, sous réserve de

l'accord de son Conseiller, à affecter le solde non utilisé de la provision semestrielle afférente à ces deux emprunts — soit 50 0/0 — à l'achat de Bons du Trésor roumain à trois mois, renouvelables une fois et libellés dans les mêmes monnaies que les obligations des emprunts. Ces Bons du Trésor devaient être conservés par la Banque Nationale de Roumanie au bénéfice des porteurs en attendant le résultat de nouvelles négociations.



Tant dans l'accord conclu avec le gouvernement roumain que dans ceux conclus avec la Caisse Autonome des Monopoles, il avait été expressément stipulé que le gouvernement roumain et la Caisse Autonome engageraient à Paris, au début de l'année 1934, de nouvelles négociations avec les porteurs des emprunts des deux catégories, à l'effet de déterminer : a) les modalités du règlement du solde des coupons, échus au cours du deuxième semestre 1933-1934, qui n'aurait pas été payé en espèces ; b) les conditions dans lesquelles le service des emprunts serait assuré à partir du 1<sup>er</sup> avril 1934.

Ces négociations devaient s'ouvrir sur la base d'une étude approfondie de la situation économique, financière et monétaire de la Roumanie, à laquelle des experts dûment qualifiés seraient appelés à procéder, en vue d'établir la capacité de paiement de la Roumanie et de permettre l'élaboration et l'application effective d'un programme de redressement économique et financier. La nomination de ces experts furent retardée par suite des événements politiques survenus en Roumanie. Ce ne fut

donc qu'au mois de février 1934 qu'ils se rendirent à Bucarest.

A la fin de mars, ils présentèrent leur rapport dont les conclusions peuvent être ainsi résumées :

1) En ce qui concerne le budget, l'exercice 1933-34 laissera un déficit de l'ordre de 3 milliards de lei ; celui de l'exercice 1934-35 d'après les évaluations ne lui sera pas inférieur. Compte tenu d'un supplément de recettes évaluées à 2 milliards, obtenu par une augmentation possible de certains impôts indirects (chiffre d'affaire, alcool, sucre), le déficit ne pourra encore être résorbé. En conséquence, dit le rapport, il n'est pas possible de revenir en 1934-35 au service plein des intérêts qui représente environ 4 milliards de lei pour l'ensemble de la dette publique intérieure et extérieure, aux cours actuels des changes. Le chiffre total proposé par les experts, y compris la dette intérieure, se trouve ramené entre 2.400 et 2.900 millions de lei, au lieu de 3.370 millions de lei en 1933-34. Le budget 1934-35 pourra être alors équilibré à 20.500 ou 21.000 millions de lei. « Nous croyons devoir observer,, concluent les experts, qu'un nouveau sacrifice consenti par les porteurs trouverait sa justification dans un effort énergique et soutenu de redressement, de la part du gouvernement roumain ».

2) Alors que la capacité budgétaire de la Roumanie, aux dires des experts se trouvait être d'environ 2.400 à 2.900 millions de lei, sa capacité de transfert ne dépassait pas 2.000 millions de lei. Pour évaluer la capacité de transfert en 1934-35, les experts ont supposé que les récoltes seraient égales à la moyenne des cinq dernières années et par conséquent supérieures aux deux dernières ; que les ressources en devises provenant de l'exportation

du pétrole seraient inférieures à celles de 1933, pour tenir compte de la baisse du prix du pétrole.

Ils sont ainsi arrivés à cette prévision que la balance commerciale laisserait un excédent d'environ 2.700 millions de lei contre 2.509 millions en 1933. Néanmoins la charge des transferts leur paraissait devoir être abaissée ; car s'il est vrai que la Roumanie a pu assurer en 1933 le transfert d'une plus grande partie du service de sa dette avec un excédent de la balance commerciale inférieur, ce résultat n'a pu être atteint qu'en utilisant 763 millions de devises accumulées à la fin de 1932. Etant donné que la Roumanie aura à effectuer en 1934, pour les autres paiements des services publics (P.T.T. et Chemins de fer), le transfert d'une somme qui ne sera pas inférieure à 900 millions de lei (1.209 millions en 1933) le maximum transférable ne semblait pas devoir dépasser 2 milliards de lei.

En terminant leur rapport les experts soulignent que les hypothèses sur lesquelles ils ont dû s'appuyer peuvent très bien être démenties par les faits et que les possibilités réelles de transfert peuvent être en deça ou au delà de leurs prévisions.

Sur la base des constatations de ce rapport, des négociations furent entreprises à Paris au début d'avril 1934 entre les représentants des Associations de porteurs étrangers d'une part, et les représentants du gouvernement roumain, ainsi que ceux de la Caisse Autonome des Monopoles d'autre part. La Roumanie demanda dès le début a) un accord s'étendant sur une durée de trois ans, pour lui permettre de respirer et de mettre en application un plan de redressement économique et financier. b) Une réduction de la valeur du coupon et non pas

seulement un ajournement du paiement. c) Enfin elle mettait comme condition qu'il ne serait touché sous aucun prétexte aux rentes intérieures d'avant-guerre possédées par ses nationaux, vu que celles-ci n'avaient pas bénéficié des taux de valorisation prévus par les accords de 1928 en faveur des porteurs étrangers. Quant aux porteurs, ils acceptaient entièrement les chiffres fixés par les experts, c'est-à-dire 2.000 millions de lei pour la capacité de transfert, mais ils entendaient bien ne pas descendre au-dessous de ces chiffres.

Pourtant dès le début des discussions, les représentants roumains s'appliquèrent à contester les sommes que, d'après les experts, la Roumanie était sensée pouvoir payer. Ils déclarèrent qu'à moins de compromettre gravement l'équilibre du budget et de la balance des paiements, ils ne sauraient offrir de transférer plus d'un milliard de lei, et seulement à partir du mois d'octobre. A cette date en effet la Roumanie commençait à exporter sa récolte de céréales et pourrait ainsi payer les coupons étrangers. Pour le moment elle ne disposait, par suite de la mauvaise récolte de maïs de 1933, que de ses exportations de pétrole, de bois et de bétail qui suffiraient à peine à payer les importations, c'est-à-dire à équilibrer la balance commerciale. L'optimisme manifesté par le rapport des experts n'était pas dans ces conditions justifié. D'ailleurs pouvait-il en être autrement, étant donné le peu de temps dont ils avaient disposé pour étudier à fond la situation financière de la Roumanie.

Ce à quoi les porteurs de fonds roumains répliquèrent que d'un commun accord avec ses créanciers la Roumanie avait donné à des experts qualifiés le droit de se prononcer sur sa capacité de paiement et avait accepté par avance

de se soumettre à leurs conclusions. Ces dernières étaient à présent connues ; il importait donc de les mettre en application, d'autant plus que le mandat des représentants des porteurs se trouvait limité par les conclusions des experts et qu'ils ne sauraient accorder une réduction sur celles-ci sans outrepasser les limites de leurs pouvoirs.

Devant cette prétention la délégation roumaine sollicita alors MM. Richard et Bruins de bien vouloir réexaminer les conclusions de leur rapport en les mettant en concordance avec les dernières statistiques sur la situation économique et financière de la Roumanie. Mais les deux experts se refusèrent à rédiger un supplément de rapport et à modifier leurs conclusions. Les négociations furent alors suspendues à la fin avril.

Pendant ce temps un certain nombre d'emprunts roumains étaient venus à échéance au cours des négociations. Dans l'attente d'un règlement, il fut décidé que leurs échéances seraient reportées d'abord au 1<sup>er</sup> mai, puis finalement jusqu'à la conclusion d'un accord. De même, le vote, par le Parlement du budget roumain, qui dépendait de la conclusion de l'accord avec les porteurs fut ajourné au 1<sup>er</sup> juillet et des douzièmes provisoires furent votés.

La suspension officielle des pourparlers n'entraîna pas pour autant une rupture des négociations qui se continuèrent officieusement avec l'appui du gouvernement français. Finalement à la fin mai les deux parties tombaient d'accord sur le montant des sommes qui pourraient être transférées au cours des trois années qui allaient suivre. La Roumanie verserait 1.100 millions de lei la première année 1.250 millions la seconde et 1.400 millions de lei la troisième année. Cet accord était réalisé,

grâce aux concessions des porteurs, auxquelles les interventions du gouvernement français qui s'apprêtait à dépêcher M. Barthou en mission diplomatique à Bucarest ne sont pas étrangères.

Mais il restait à fixer les modalités pratiques de l'accord, tant en ce qui concerne les emprunts de la Caisse Autonome des Monopoles que ceux du gouvernement roumain. Ces formalités devaient absorber le mois de juin et une partie du mois de juillet. Mais elles étaient au point, lorsque le Président du Conseil roumain, M. Tataresco, vint à Paris rendre sa visite au Ministre des Affaires Etrangères français, en compagnie du Ministre des Finances, M. Slavesco. L'accord fut signé le 24 juillet 1934 entre le gouvernement roumain et les Associations de porteurs Françaises, Britanniques, Belges, Suisses, Italiennes et Hollandaises. Il fut ratifié le 11 août.



Cet accord du 24 juillet intéresse les rentes roumaines 4 0/0 et 5 0/0, la rente 4,50 0/0 1913, les emprunts 4 0/0 1922 et 6 0/0 1925, mais laisse en dehors les emprunts de la Caisse Autonome des Monopoles ; car en ce qui concerne ces emprunts, il n'a pas été conclu d'accord au sens propre du terme. Des lettres ont seulement été échangées entre le gouvernement roumain et la Caisse Autonome d'une part et les agents financiers des emprunts 7 0/0 1929 et 7,5 0/0 1931, au sujet des allègements que les porteurs de ces emprunts seraient sollicités de consentir pendant la période 1<sup>er</sup> avril 1934-31 mars 1937. Ce sont ces propositions contenues dans les lettres de la Caisse Autonome, que les Associations

étrangères de porteurs ont acceptées de recommander à l'adhésion des porteurs.

1) *Le service des emprunts de la Caisse Autonome des Monopoles* au cours de la période 1<sup>er</sup> avril 1934-1<sup>er</sup> février 1937 a fait l'objet des dispositions suivantes :

a) L'amortissement des emprunts de 1929 et de 1931 est ajourné pour une durée de trois ans.

b) Pendant cette période, les coupons seront payés en espèces selon les pourcentages de 50 o/o la première année, 53 o/o la seconde, et 55 o/o la dernière. Mais ce pourcentage n'a rien de définitif car, au cas où la Caisse Autonome serait en mesure de faire face à ses engagements sans appel à la garantie de l'Etat, une bonification supplémentaire de 2 o/o de l'intérêt annuel sera payé pour les échéances du 1<sup>er</sup> février 1936 de l'emprunt 1929 et du 1<sup>er</sup> octobre 1935 de l'emprunt 1931, et une bonification de 5 o/o pour les échéances respectives du 1<sup>er</sup> février 1937 et du 1<sup>er</sup> octobre 1936 de chacun de ces emprunts.

c) En représentation du solde **non** payé des coupons, la Caisse Autonome remettra à la Banque Nationale de Roumanie, pour le compte des porteurs, des Bons du Trésor endossés par elle en blanc, à échéance du 1<sup>er</sup> août 1937 pour l'emprunt de 1929 et du 1<sup>er</sup> avril 1937 pour l'emprunt de 1931. Mais ces Bons du Trésor sont déclarés nuls dès le début, sous la réserve que la Caisse Autonome acquitte intégralement et ponctuellement les dispositions précédentes et qu'elle reprenne le service normal de ses emprunts à l'expiration de l'accord. Autrement dit, la Caisse Autonome a obtenu l'annulation complète de la partie non payée du coupon, mais cette annulation dépendra de l'exécution de l'accord.

Toutes ces dispositions que nous venons d'analyser s'appliquent également à l'emprunt 4 o/o 1922. Toutefois cet emprunt ne se trouve pas mentionné dans les lettres échangées entre la Caisse Autonome des Monopoles et les agents financiers des emprunts de 1929 et de 1931. Son règlement figure dans le texte de l'accord concernant les rentes de l'Etat roumain.

2) *L'accord conclu le 24 juillet 1924 à Paris*, et relatif au service courant des rentes roumaines pendant la période du 1<sup>er</sup> avril 1934-31 mars 1937 prévoit :

a) La continuation, jusqu'au 31 mars 1937 inclus, de la suspension de l'amortissement accordée par l'accord du 18 février 1933.

b) Au cours de ces mêmes trois années, les coupons seront payés en espèces dans les monnaies stipulées par les contrats, sur la base des pourcentages suivants : première année 25 o/o — deuxième année 35 o/o — troisième année 42 o/o.

c) Pendant les deux premières années de la période de moratoire, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1936, le gouvernement roumain émettra, à chaque échéance, et pour chaque emprunt, un Bon du Trésor global non productif d'intérêt, libellé dans la monnaie de paiement de l'emprunt et d'un montant égal à la différence existant entre le montant payé en espèces à chaque échéance et le montant qui devra être payé en espèces pour l'échéance correspondante au cours de la troisième année. Ces Bons du Trésor seront déposés à la Banque Nationale de Roumanie, au compte joint des Associations de porteurs signataires de l'accord, et seront restitués au gouvernement roumain à l'expiration du moratoire, quand il aura été constaté que les paiements

prévus ont été régulièrement effectués. Cette obligation ne couvre pas la dernière année de la période de moratoire ; par conséquent du 1<sup>er</sup> avril 1936 au 31 mars 1937, il ne sera pas émis de Bons du Trésor. De toute façon *la partie non payée des coupons de rentes roumaines est définitivement remise au gouvernement, sous l'expresse réserve d'un paiement intégral des coupons sur les bases indiquées.*

d) L'accord précise enfin que le service reprendra sur les bases normales prévues par les contrats d'émission, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1937.

De la sorte les desiderata du gouvernement roumain, tant en ce qui concerne la durée de la période du moratoire fixée à trois ans, que la réduction du paiement des coupons, obtenaient entière satisfaction. Il était convenu également qu'il ne serait pas touché aux coupons des rentes intérieures ; et l'idée d'un contrôle étranger sur les finances roumaines était écartée.

Commentant les résultats de ces différents accords au cours de la discussion du budget de 1934-35 devant le Parlement roumain, le Ministre des Finances déclara que le total des économies réalisées sur le service de la dette extérieure, pour les trois années qui allaient suivre, s'élèverait à 5.250 millions de lei, soit en moyenne 1.750 millions par an. Il y avait donc tout lieu de se féliciter des résultats acquis ; d'autant plus que le gouvernement roumain obtenait, conformément à sa demande, qu'il ne soit effectué aucun transfert pour les rentes de l'Etat au cours du premier semestre de l'exercice 1934-35. Seuls les transferts nécessaires au service des emprunts de 1929 et de 1931 seraient opérés pendant ce semestre.

On se rappelle que les négociations du mois d'avril

sur le service de la dette extérieure roumaine devaient porter, d'une part sur les modalités applicables au service de tous les emprunts pendant les trois années à venir, et d'autre part sur le règlement des arriérés des coupons non payés au cours du deuxième semestre de l'exercice 1933-34. Voici ce qui a été convenu à ce sujet, tant avec la Caisse Autonome des Monopoles qu'avec le gouvernement roumain.

1) Le solde de 50 0/0 non payé du coupon de l'emprunt de 1931, échu le 1<sup>er</sup> octobre 1933, et du coupon de l'emprunt 1929, échu le 1<sup>er</sup> février 1934, sera réglé par remise d'obligations de consolidation (funding), à échéance au 31 décembre 1943 et portant intérêt à 3,5 0/0. Ces obligations seront amorties du 1<sup>er</sup> janvier 1940 au 31 décembre 1943.

2) Quant aux soldes impayés en espèces sur les coupons de rentes roumaines, échus du 1<sup>er</sup> octobre 1933 au 31 mars 1934, ils seront réglés par la remise d'obligations de consolidation 4,5 0/0 1934, portant intérêt à partir du 1<sup>er</sup> novembre 1934 et amortissables par rachat ou tirage en quinze années à dater du 1<sup>er</sup> novembre 1938. La consolidation s'effectuera sur la base du montant nominal en francs français, pour les rentes unifiées 4 0/0 et 5 0/0 — de 4 francs pour un shilling, en ce qui concerne l'emprunt 4,5 0/0 1913, ainsi que la tranche libellée en livres sterling de l'emprunt de consolidation 4 0/0 1922 — et de 1 fr. 35 par lire, en ce qui concerne l'emprunt 6 0/0 1925.

Nous n'insisterons pas sur le caractère de ces obligations de consolidation. Qu'il nous suffise de dire que les dispositions qui les concernent reproduisent, presque mot pour mot, celles qui sont applicables — et que

nous examinerons au chapitre suivant — aux obligations de consolidation émises par le gouvernement yougoslave, en représentation de la portion non transférée du service de ses emprunts extérieurs.

L'accord conclu par le gouvernement roumain en juillet 1934 est l'un des plus avantageux, parmi tous ceux qui ont été conclus par les pays balkaniques, si l'on tient compte des possibilités effectives de la Roumanie. Il ne faut pas se dissimuler que, toute explosion sentimentale mise à part, l'accord a été réalisé grâce aux importants sacrifices des porteurs. Ceux-ci sont donc légitimement en droit d'attendre une reprise intégrale du paiement de leurs coupons à son expiration.

---

## *CHAPITRE V*

### *LA POLITIQUE DE MORATOIRE*

#### *EN YUGOSLAVIE*

La Serbie qui devait devenir avec les traités de paix le Royaume des Serbes, des Croates et des Slovènes, connu sous le nom de Yougoslavie, s'est jusqu'en 1914 scrupuleusement acquitté de ses obligations extérieures et cela, même dans les circonstances les plus critiques, comme le changement de dynastie de 1903, la crise bosniaque de 1908 et les guerres balkaniques de 1912 et 1913. Au cours de la guerre européenne, bien que la majeure partie de son territoire eut été occupé par les armées austro-hongroises et allemandes, le service de sa dette publique continua à être assuré ; il est vrai que ce fut avec les fonds qu'elle empruntait aux alliés, particulièrement à la France.

Après la guerre le service fut repris et effectué en francs papier dépréciés et non en francs or, sans que cela provoqua tout d'abord de sérieuses protestations de la part des porteurs français. Mais à partir de 1925, le franc continuant à se déprécier davantage, un différend surgit entre le gouvernement yougoslave et les porteurs français. Ceux-ci demandèrent conformément aux dispositions des emprunts, que le service fut effectué, non en francs français dépréciés, mais en francs or d'avant guerre. Ce différend, conformément à l'accord du 29 avril 1928

entre le gouvernement yougoslave et ses créanciers, fut porté devant la Cour Permanente de Justice Internationale de La Haye, comme un différend entre le gouvernement français et le gouvernement yougoslave. Ceci pour justifier la compétence de la Cour qui, d'après ses règles de compétence, ne peut connaître que des différends existants entre des gouvernements. Le Tribunal de La Haye, ayant à juger lequel des deux gouvernements interprétait exactement les conventions relatives aux emprunts donna raison aux porteurs français et décida que le service des emprunts serbes d'avant-guerre était dû en francs or de Germinal. Mais il avait été convenu avant l'arrêt de la Cour que, quelque soit la sentence de celle-ci, le règlement des emprunts d'avant-guerre pourrait faire l'objet d'un arrangement amiable. Conformément aux dispositions de la Convention de 1928, fut donc conclu l'accord du 31 mars 1930.

Aux termes de cet accord de 1930 entre le gouvernement yougoslave et les porteurs français, le pourcentage à verser pour le service des emprunts serbes d'avant-guerre (emprunts 4 o/o 1895 — 5 o/o 1902 — 4,5 o/o 1909 — 5 o/o 1913) fut fixé ainsi qu'il suit :

|           |         |                                |   |
|-----------|---------|--------------------------------|---|
| 1930-35.. | 55 o/o  | de la valeur or d'avant-guerre |   |
| 1936-40.. | 56 o/o  | —                              | — |
| 1941-46.. | 58 o/o  | —                              | — |
| 1946-51.. | 60 o/o  | —                              | — |
| 1951-55.. | 65 o/o  | —                              | — |
| 1955-58.. | 75 o/o  | —                              | — |
| 1958-70.. | 100 o/o | —                              | — |

Si l'on considère que l'amortissement des emprunts ne devaient pas commencer immédiatement, l'accord était donc très avantageux pour la Yougoslavie ; cet accord

comporte en outre de nombreuses autres clauses favorables à ce pays.

A) Les emprunts serbes d'avant-guerre comprennent : 1) l'emprunt à lot 5 o/o 1881, ramené à 2 o/o en 1895 — 2) l'emprunt loterie 5 o/o de 1888. — 3) l'emprunt amortissable de 1895 — 4) l'emprunt 5 o/o 1902. — 5) l'emprunt 4,5 o/o 1906. — 6) l'emprunt 4,5 o/o 1909. — 7) l'emprunt 5 o/o 1913. — 8) les emprunts 4,5 o/o 1910 et 4,5 o/o 1911 de l'Ouprava-Fondava. — 10) les obligations à lots de la Société Serbe de la Croix-Rouge. A ces emprunts contractés par le gouvernement serbe lui-même, s'ajoutent deux emprunts du gouvernement du Monténégro que la Yougoslavie a pris en charge : l'emprunt 5 o/o 1909 et l'emprunt 6 o/o 1913.

Tous ces emprunts émis pour la totalité ou pour partie en France (à l'exception de l'emprunt 5 o/o 1913 libellé en livres) sont libellés en francs or et à ce titre intéressent plus particulièrement le marché français.

Conformément à la Convention du 15 avril 1930, 35 o/o des recettes nettes encaissées par l'Administration Autonome des Monopoles sont affectées, en premier rang et irrévocablement, au service de tous ces emprunts. Ces recettes sont celles des monopoles de l'Etat : tabac, sel, pétrole, allumettes, papier à cigarettes, ainsi que celles des douanes, du timbre et de l'enregistrement. Outre la garantie générale, ces emprunts bénéficient, dans l'ordre chronologique, d'une affectation spéciale de chaque produit compris dans le gage général.

B) La dette consolidée d'après-guerre de la Yougoslavie est constituée par 1) l'emprunt national extérieur or de 1922, contracté auprès du groupe Blair aux Etats-

Unis, libellé en dollars et souscrit en deux tranches, avec un intérêt respectif de 8 o/o et 7 o/o. — 2) l'emprunt 5 o/o 1924 en francs papier, accordé directement par le gouvernement français et non placé dans le public. — 3) l'emprunt des monopoles 6,25 o/o 1928, libellé en dollars. — 4) l'emprunt international or 7 o/o 1931 de Stabilisation.

Au 1<sup>er</sup> juillet 1932 la dette publique yougoslave représentait un total de 39 milliards de dinars. Cette dette s'est bien accrue depuis la guerre :

|                            |                          |
|----------------------------|--------------------------|
| Dette d'avant-guerre.....  | 5.629 millions de dinars |
| Dette de guerre.....       | 6.558                    |
| Liquidation de guerre..... | 14.981                   |
| Dette d'après-guerre.....  | 5.566                    |
| Dette intérieure.....      | 6.020                    |

Pour l'ancienne Serbie elle ne s'élevait qu'à 903 millions de dinars. Mais comme la superficie du territoire a doublé et la population triplé, il faut reconnaître qu'elle est loin d'être excessive, puisqu'elle représente 280 dinars par habitant, soit 87 francs environ. On remarquera en outre la faible importance de la dette intérieure.

Les annuités nécessaires au service de cette dette publique représentaient 1.580 millions de dinars au budget de 1932-33 dont 1.277 pour la dette extérieure. Ce qui fait un pourcentage de 14 o/o par rapport à l'ensemble des dépenses. Quant aux revenus affectés au service de la dette, leur rendement a atteint 1.800 millions de dinars en 1932 et ils ont été prévus pour un montant de 1.600 millions de dinars en 1933-34. Les emprunts sont donc largement garantis. Comparativement à la population et à la superficie du royaume, la charge de la dette yougoslave est une des moins lourdes qui soit au

monde. Mais comme son règlement doit être effectué à l'étranger, et surtout en France, il nécessite d'importants moyens de change.



La Yougoslavie n'a pas échappé aux difficultés qui se sont manifestées dans les autres pays balkaniques. L'effondrement du prix des céréales et du volume global du commerce extérieur, l'arrêt du courant normal des investissements de capitaux, le recul de l'activité de la marine marchande et la diminution du tourisme s'y firent sentir avec non moins d'intensité que chez ses voisins. Mais sa situation financière et monétaire s'est trouvée aggravée par rapport à eux du fait du Moratoire Hoover qui, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1931 l'a privée d'un versement annuel de 79 millions de reichmarks soit au change d'alors de 1.062 millions de dinars. En contre-partie la diminution des versements à faire aux alliés n'atteignit que 174 millions de dinars environ. La diminution nette des recettes pour le budget yougoslave de l'exercice 1931-32 était de 890 millions de dinars et privait en outre l'Etat de l'une de ses plus importantes rentrées de devises étrangères. On conçoit dès lors la position résolument hostile que prit la Yougoslavie à l'égard du Moratoire Hoover et ses vigoureuses protestations.

En dépit de toutes ces difficultés, le gouvernement yougoslave eut à cœur d'y faire face par lui-même sans recourir à l'aide de personne. Tandis que l'on a vu la Bulgarie et la Grèce aller sans fausse honte implorer l'assistance du Comité Financier de la Société des Nations, et la Roumanie s'y adresser aussi, mais comme à regret et à contre-cœur, la Yougoslavie montra un courage bien

digne de ses habitants. Les dépenses du budget 1933-34 furent réduites dans de fortes proportions. Relativement à l'exercice précédent la diminution atteignit 685 millions de dinars et 3.800 millions par rapport à 1931-32. Une déflation implacable fut exercée sur les principaux chapitres du budget, et principalement sur les traitements et pensions, ainsi que sur les dépenses militaires. Parallèlement le système fiscal fut réorganisé et les rentrées des impôts s'avérèrent rapidement plus productives.

On eut ainsi le spectacle d'un pays particulièrement défavorisé réussissant à rétablir l'ordre dans ses finances et à équilibrer son budget, alors que seul un Etat en Europe, la Grande-Bretagne, disposant des ressources que l'on sait pouvait y parvenir. On donnera une idée de l'énergie déployée par la Yougoslavie, quand on saura que les dépenses prévues au budget de 1933-34 atteignaient seulement 7.000 millions de dinars représentant environ 3.000 millions de francs français. Chiffre inférieur au seul budget de la ville de Paris, la moitié du budget autrichien pour une population double et un territoire trois fois supérieur. Il n'existe aucun exemple semblable par le monde.

Si la Yougoslavie parvint à rétablir l'équilibre de son budget sans porter atteinte aux droits de ses créanciers elle dut s'avouer vaincue, quand il s'agit pour elle de se procurer les moyens de change nécessaires au transfert des annuités. Et il lui fallut négocier un moratoire de transfert avec ses créanciers. Mais son attitude franche et décidée devait avoir sa récompense et lui procurer de substantiels allègements, ainsi que nous le verrons. On peut distinguer deux étapes dans la voie des allègements consentis : a) La première concerne certaines dettes

directes de l'Etat yougoslave vis-à-vis de l'Etat français ;  
b) et la seconde a trait aux dettes de l'Etat yougoslave vis-à-vis de ses créanciers privés et spécialement les porteurs français.

\*  
\*\*

On sait que la balance des comptes de la Yougoslavie fut entièrement désorganisée par la suspension du paiement des réparations allemandes en juillet 1931. Indépendamment du produit des exportations, les versements de l'Allemagne fournissaient la source principale des rentrées de devises au moyen desquelles la Yougoslavie assurait le service extérieur de sa dette. Pendant de longs mois après que cette source eut été tarie les échéances purent être satisfaites, grâce à des prélèvements importants sur les réserves de la Banque Nationale. Mais en août 1932, il apparut que la situation ne pouvait continuer de la sorte, sans risquer de compromettre la solidité du dinar qui venait à peine d'être stabilisé légalement.

La première pensée du gouvernement yougoslave fut de s'adresser au gouvernement français à l'égard de qui il nourrissait un petit ressentiment pour la façon trop légère, à son point de vue, avec laquelle il avait acquiescé au Moratoire Hoover et à ses effets néfastes pour la Yougoslavie, et de lui demander un allègement de sa dette vis-à-vis du Trésor français.

Au mois d'août 1932, le Ministre des Finances, M. Georgevitch se rendit à Paris. Il s'y rencontra avec les ministres français à qui il exposa les difficultés particulièrement gênantes éprouvées par son pays. La France, dont l'intérêt politique commande d'entretenir les meil-

leures relations avec cette nation, en raison du rôle politique qu'elle joue dans l'Europe Orientale, comme membre de la Petite Entente et trait d'union entre les divers pays des Balkans, accorda de gros allègements qui peuvent être ainsi résumés :

Tous les versements au Trésor français, venant à échéance pendant la période allant du 15 octobre 1932 au 15 octobre 1933, furent ajournés pour un an. Ces versements qui auraient dû être effectués, portaient sur a) 64,5 millions de francs pour l'échéance d'octobre 1932 et b) 64,5 millions de francs pour l'échéance d'avril 1933. Ces deux versements provenaient de l'avance de 250 millions de francs consentis au mois d'octobre 1931 ; c) Un versement de 56 millions de francs sur l'emprunt de 300 millions de francs 5 0/0 1924 et venant à échéance à la fin décembre 1932 fut également ajourné. Au total le montant des ajournements consentis par le Trésor français atteignit 185 millions de francs non compris les annuités des dettes de guerre bénéficiant déjà d'un moratoire, aux termes de la déclaration du 17 juin 1932 de la Conférence de Lausanne.

Les conversations de Paris portèrent en outre sur la question de la prolongation, ou, pour mieux dire, du renouvellement du crédit de 100 millions de francs accordé à la Direction des Monopoles de l'Etat et qui aurait dû être remboursé au cours des quatre mois à venir. Ce crédit avait été accordé directement non pas par le Trésor français, mais par un groupe de banques parisiennes. Là encore les difficultés yougoslaves firent l'objet de la plus bienveillante attention et les banques parisiennes accordèrent immédiatement le renouvellement du crédit en question.

L'ensemble des facilités de règlements, envisagées par la Yougoslavie dans ces négociations avec ce premier groupe de créanciers pour 1932 - 33 portait donc sur 285 millions de francs. Mais, pour bien montrer à ses créanciers, qu'il n'entendait pas se soustraire à ses engagements, le gouvernement yougoslave fit verser à leur compte auprès de la Banque Nationale la valeur correspondante de ces créances en dinars.

\*  
\*\*

Il ne s'agissait là tout compte fait que de palliatifs à objectifs et à durée limitée. Aussi le Ministre des Finances yougoslave profita-t-il de sa visite pour se mettre en relation avec les porteurs privés de ses fonds d'Etat, représentés par l'A.N.P.F.V.M. et tenter d'obtenir des allègements financiers sur le service des emprunts à long terme. Il fit remarquer que la situation de la Trésorerie ne permettait pas de faire face à d'éventuelles moins-values. La possibilité d'une émission de Bons du Trésor était exclue, car la Banque Nationale ne pouvait ouvrir de nouveaux crédits, les avances de cette Banque à l'Etat ayant atteint le plafond légal de 600 millions de dinars. Il ne pouvait non plus être question d'émettre un emprunt, le marché financier intérieur n'existant pratiquement pas. Quant au marché extérieur les conditions en auraient été inabordables. Du reste le gouvernement répugnait à ce procédé de l'emprunt. Aussi bien son but n'était-il pas tant d'obtenir une réduction de la charge de la dette en monnaie nationale que des facilités de transfert. Le transfert des annuités par suite de la dépréciation d'alors du dinar exigeait une augmentation de

20 0/0 des crédits du chapitre de la dette. L'essentiel était d'éviter cette majoration des crédits nécessités par la baisse du dinar, et seule la suspension des transferts le permettait.

Néanmoins les porteurs ne se rendirent pas à ces raisons, alléguant l'importance relativement faible du fardeau de la dette et que le rendement des revenus affectés couvrirait largement le service de l'annuité. Les négociations du mois d'août avec les créanciers privés du gouvernement yougoslave n'aboutirent pas.

Parallèlement aux conversations tenues avec le gouvernement français et les porteurs sur le service financier de la dette, le Ministre yougoslave s'était efforcé de faire accepter par le gouvernement français une élévation des contingents d'importation, en ce qui concerne les céréales et le bois, faisant observer la liaison qui existait entre le paiement des dettes extérieures et les facilités à accorder aux exportations yougoslaves. Sur ce point ses suggestions ne furent pas retenues. Aussi ne revint-il de sa mission à Paris qu'avec un demi succès, et les difficultés de transfert ne devaient-elles pas tardées à se reproduire.

Il fallait toutefois amener les porteurs français à composition et les faire consentir à un arrangement de longue haleine, qui permette au gouvernement yougoslave de se libérer de ses obligations immédiates et de restaurer la situation de la Banque Nationale. Mais il était moins nécessaire d'agir avec circonspection pour éviter de les indisposer. Lorsque les coupons des emprunts 4,5 0/0 1906 et 4,5 0/0 1911 (Ouprava-Fondova) vinrent à échéance le 15 octobre 1932, le gouvernement fit savoir aux établissements payeurs que ses ressources de

change ne lui permettaient pas de les approvisionner. Il en avisa en même temps l'A.N.P.F.V.M. et se déclara prêt à rechercher d'accord avec elle une solution. Le versement en dinars furent effectué à un compte bloqué, ouvert à la Banque Nationale de Yougoslavie au nom des porteurs étrangers. Un mois après il fut fait de même en ce qui concerne le service de l'emprunt 7,5 0/0 1931 et de l'emprunt 4,5 0/0 1909 tous deux à l'échéance du 1<sup>er</sup> décembre. L'A.N.P.F.V.M. répondit qu'elle allait faire examiner la situation et qu'elle transmettrait, dès que possible, des propositions de règlement aux porteurs.

Un règlement préliminaire fut conclu à Belgrade, où l'Association des porteurs français s'écartant pour une fois de sa politique temporisatrice admettait le principe d'un moratoire de trois ans pour le transfert du service des emprunts. Le pourcentage à transférer ainsi que les modalités pratiques de versement restaient à débattre au cours de conversations qui devaient se tenir à Paris dans le courant des mois de janvier et de février 1933.

Les négociations entre les délégués du gouvernement yougoslave et les représentants des porteurs français eurent lieu comme il avait été convenu. Mais dès les premières conversations, elles se heurtèrent à de vives difficultés, quand il s'agit de fixer le pourcentage à transférer. Chaque partie maintenant ses prétentions, les négociations couraient à un nouvel échec, quand le gouvernement français intervint auprès des intéressés, et notamment des porteurs, pour qu'ils fassent preuve d'un esprit de conciliation, de manière à aboutir à un accord. Le gouvernement français désirait en effet que la Yougoslavie obtienne des allègements, car, dans le cas contraire, ne pouvant s'écarter de l'attitude bienveillante qu'il avait

toujours observée vis-à-vis de son alliée, il se serait vu obligé de lui accorder une nouvelle assistance financière pour lui permettre de faire face à ses besoins urgents. Or sa propre situation financière ne lui en laissait guère la possibilité.

En dédommagement des sacrifices demandés aux porteurs, le gouvernement français publia, au mois de février 1933, un arrêté aux termes duquel « le pourcentage réservé au règlement des exportations faites après la mise en vigueur de l'arrêté du 27 janvier 1933 serait, en ce qui concerne la Yougoslavie, pour l'année 1933, de 80 o/o des disponibilités provenant des versements faits par les importateurs français de marchandises yougoslaves à l'Office de Compensation ». 20 o/o de ces sommes étaient donc laissées à la disposition de la Banque Nationale de la Yougoslavie pour assurer le transfert de la dette.

Les négociations reprirent alors et aboutirent finalement à un accord paraphé le 9 mars 1933 à Paris. Cet accord dont les dispositions seront examinées en détail souleva, dès qu'il fut connu, de vives et souvent injustes protestations parmi les porteurs à qui il demandait de faire des concessions très importantes. L'A.N.P.F.V.M. tenta de se justifier par un communiqué paru le 30 mars 1933 et où il est dit : « les négociateurs de la Convention ont dû tenir compte de la crise économique dont la Yougoslavie souffre comme le reste du monde et ils ont dû prendre en spéciale considération les difficultés de transfert dans lesquelles s'est trouvé le pays à la suite du Moratoire Hoover et de la suppression des Réparations. C'est précisément parce que le gouvernement yougoslave est dans l'impossibilité de se procurer les devises néces-

saires pour assurer le service de sa dette extérieure qu'il a été amené à suspendre tout payement à l'étranger ». Il était ainsi nettement précisé que l'accord en question ne visait que la suspension des transferts et ne dispensait aucunement le gouvernement yougoslave d'inscrire dans le budget, comme par le passé, les montants que nécessitait le service de la dette extérieure.

D'ailleurs le communiqué ajoutait que les dispositions n'en avaient été prévues qu'en vue de préparer une politique de redressement monétaire de la Yougoslavie qui s'avérait nécessaire et que, pour tenir compte des sacrifices qui avaient été consentis par les porteurs français, le gouvernement yougoslave envisageait toute une série de mesures en vue du redressement monétaire et financier du pays, afin que le moratoire accordé par les porteurs soit employé au mieux de leurs intérêts, c'est-à-dire en vue d'assurer la reprise intégrale du service de la dette extérieure, à la fin de la période triennale faisant l'objet de l'Accord.

Ce n'était toutefois qu'une convention de principe qui ne serait transformée en convention définitive que, lorsque tous les arrangements que la Yougoslavie devait conclure avec ses autres créanciers à long terme et à court terme auraient été arrêtés dans leur détail et communiqué au Comité français. Le gouvernement yougoslave engagea sans tarder des pourparlers avec les représentants des autres groupes. Trois nouveaux accords furent donc conclus :

1<sup>o</sup> Avec les créanciers américains de l'emprunt Blair et Seligman de 1922. Il fut convenu que le service en serait fait en dollars papier et non en dollars-or ;

2° Avec les porteurs suisses des emprunts yougoslaves, sur une base semblable à celle qui a été fixée pour les porteurs français ;

3° Avec les porteurs de Bons pour le rachat des chemins de fer orientaux et des Bons Monténégrins de 1913, sur la base d'une réduction du taux de l'intérêt ramené à 5 0/0 et de la prolongation des délais d'amortissement prorogés de dix années.

La conclusion de ces accords a permis au Ministre des finances yougoslaves et au Président du Comité de défense des porteurs français de signer le 26 juillet 1933 la Convention qui reproduit et complète les dispositions de l'accord de principe signé en mars. Elle fut soumise le 14 octobre 1933 à l'approbation des porteurs par l'A.N. P.F.V.M.



Cette Convention du 26 juillet 1933 s'applique :  
a) aux emprunts serbes des monopoles 4 0/0 1895 ; 5 0/0 1902 ; 4,5 0/0 1906 ; 4,5 0/0 1909 et 5 0/0 1913 ; b) aux emprunts or de l'Ouprava Fondova 4,5 0/0 1910 et 4,5 0/0 1911 ; c) à l'emprunt or de la Société Serbe de la Croix-Rouge ; d) à l'emprunt international or 7,5 0/0 1931. Afin de ménager la susceptibilité et l'amour-propre du Royaume, elle se présente comme une proposition du gouvernement royal aux porteurs des titres de sa dette extérieure d'apporter certaines modifications temporaires au service financier des dits emprunts. Mais il restait entendu que cette restriction à l'exercice des droits des porteurs n'implique aucune modification de ses droits, tels qu'ils résultent des contrats d'émission et de la Convention du 5 avril 1930. Ses dispositions

principales ont trait à la suspension de l'amortissement et au service de l'intérêt. Il y a en outre des clauses diverses.

### *1° Suspension de l'amortissement*

Tout amortissement des emprunts serbes et yougoslaves est suspendu pour une période de trois ans, du 14 octobre 1932 au 13 octobre 1935, à l'exception de l'emprunt serbe de la Croix-Rouge qui ne comporte pas de coupons et dont l'amortissement est maintenu. Mais cette suspension n'a pas pour effet de prolonger la durée des emprunts ; car les tableaux d'amortissement seront modifiés et majorés en conséquence, à dater de la reprise de l'amortissement.

### *2° Service de l'intérêt*

Beaucoup plus intéressantes apparaissent les dispositions qui concernent le service de l'intérêt, car elles offrent aux porteurs l'option suivante pour le règlement de leurs coupons échus du 14 octobre 1932 au 13 octobre 1935 : a) soit un encaissement direct en Yougoslavie ; b) soit un encaissement hors du royaume.

#### *A) Payement en Yougoslavie*

Les porteurs qui optent pour cette première faculté seront payés en dinars, tels que définis par la loi monétaire du 11 mai 1931, pris pour leur valeur nominale, sans qu'ils puissent utiliser ces dinars en dehors du territoire yougoslave. L'exercice de cette faculté par les porteurs pour une échéance quelconque n'implique de leur part, aucun engagement de continuer, pour les autres

échéances antérieures au 14 octobre 1935, à accepter un règlement en dinars.

Les modalités de paiement des coupons en dinars ont été fixées par un décret du Ministre des Finances de Yougoslavie en date du 7 août 1933 et par le règlement d'application en date du même jour. En application de ces actes, les porteurs désireux d'encaisser leurs coupons en dinars, doivent les faire présenter dans un délai de six mois après chaque échéance contractuelle (1) : 1° à la Banque franco-serbe, à Belgrade, pour les emprunts émis avant la guerre ; 2° au Crédit Foncier du Royaume de Yougoslavie (Ouprava Fondova), à Belgrade, pour les emprunts émis après la guerre.

La caractéristique essentielle de ce paiement en dinars est que les dinars encaissés ne peuvent être employés hors de Yougoslavie. Et encore leur emploi dans le pays n'est possible qu'après un enregistrement, pour visa, au Ministère des Finances (service des monnaies et devises). Toutefois aucun enregistrement préalable n'est nécessaire si le porteur des coupons présentés déclare affecter le produit de l'encaissement à l'un des emplois suivants : a) Achat d'immeubles de toutes catégories ; b) Constitution de rentes viagères auprès des compagnies d'assurances yougoslaves et au profit d'une personne résidant en Yougoslavie ; c) Achat de titres yougoslaves de toutes catégories (rentes, obligations, lettres de gage, actions, etc...) ; d) Participation sous forme d'augmentation de capital, jusqu'à concurrence d'un million de dinars, par souscription de nouvelles actions de sociétés anonymes yougosla-

(1) Pour tous les coupons échus avant le 26 juillet 1933, la présentation devait se faire dans un délai de 6 mois à dater de cette date.

ves, les participations dépassant un million de dinars devant être enregistrées au Ministère des Finances.

Le porteur, qui aura affecté le produit de l'encaissement de ses coupons à l'un de ces emplois prévus, devra souscrire une déclaration par laquelle il s'engagera à maintenir cet emploi sous la même forme pendant une durée de trois ans à partir du 14 octobre 1932, à moins qu'au cours de cette période il obtienne l'autorisation du Ministère des Finances de procéder à un autre emploi enregistré par ce Ministère. Ce sont là des dispositions particulièrement propres à détourner les porteurs de ce mode de règlement ; d'autant plus qu'il est entendu que le revenu des immeubles et des titres yougoslaves achetés ou des nouvelles actions souscrites sera soumis au régime appliqué aux dinars provenant de l'encaissement des coupons, c'est-à-dire ne sera pas transférable.

Le montant des paiements effectués en dinars peut aussi être affecté au règlement de toutes dettes ou au remboursement de toutes avances contractées en Yougoslavie antérieurement au 14 octobre 1932, jusqu'à concurrence de 100.000 dinars, à l'exception de celles qui ont pour origine une exportation de marchandises yougoslaves. Mais tous les règlements et remboursements de cette sorte dépassant 100.000 dinars devront être enregistrés au Ministère des Finances. Ce paiement des coupons en dinars ne peut donc être affecté au règlement des exportations yougoslaves. Le but de cette mesure est clair : il tend à éviter que les porteurs de fonds yougoslaves ne cèdent leurs créances à des importateurs français ayant des paiements à faire en Yougoslavie et qu'ainsi une partie du commerce entre la France et la Yougoslavie n'échappe au mode de règlement par compensation prévu pour les

dettes commerciales. Enfin, les porteurs peuvent utiliser ces dinars pour leurs dépenses de tourisme en Yougoslavie. Pour ces deux dernières façons d'utiliser les dinars, le Ministre des Finances de Yougoslavie s'est réservé la faculté d'exercer auprès des bénéficiaires les mêmes vérifications qu'en matière d'impôts directs.

Tous les emplois ainsi prévus devront être effectués par l'entremise et sous le contrôle des banques autorisées par le Ministère des Finances. Il est aisé de comprendre que la réglementation assez stricte qui pèse sur ce mode de règlement en dinars ne constituera pas pour les porteurs un encouragement à demander l'encaissement de leurs coupons en dinars.

#### B) *Règlement hors de Yougoslavie*

Hors du Royaume, les porteurs qui ne désirent pas encaisser leurs coupons en Yougoslavie en dinars recevront pour tout coupon dont l'échéance contractuelle est comprise entre le 14 octobre 1932 et le 13 octobre 1935 : a) Des titres « funding » à concurrence de 90 0/0 de la valeur nominale des coupons présentés ; b) et une soulte en espèces de 10 0/0 du montant des coupons, augmentée du rompu dépassant un multiple de 5.

Au lieu que le paiement des coupons soit effectué aux échéances semestrielles fixées dans les contrats d'émission de chaque emprunt, il aura lieu une fois par an, les 14 octobre 1933, 1934 et 1935, aux caisses des établissements désignés. Aussi pour tenir compte de la perte d'intérêt entre l'échéance normale et la date fixée pour le paiement effectif, a-t-il été décidé que les porteurs recevraient, outre le montant des coupons échus au cours de l'année (fun-

ding et soulte) un intérêt à 5 0/0 sur les dits coupons, à dater de leur échéance jusqu'au 14 octobre suivant.

Le transfert des sommes nécessaires à l'exécution de la Convention a été assorti de nombreuses garanties. C'est ainsi qu'il sera opéré, de préférence à tout autre engagement financier, par mensualités égales aux caisses des établissements centralisateurs et que la dernière mensualité devra être approvisionnée au plus tard 15 jours avant la dernière échéance. Ce transfert s'opérera par prélèvement en premier lieu sur 20 0/0 des sommes laissées à la disposition de la Banque Nationale de Yougoslavie sur le produit des versements faits à l'Office de Compensation au titre des importations de marchandises yougoslaves en France et, en cas d'insuffisance, sur tous autres avoirs en devises de l'Etat yougoslave ou des institutions en dépendant ou contrôlées par lui.

Il convient d'insister quelque peu sur le caractère des titres funding. Ces titres remis en paiement, en proportion de 90 0/0, sur le montant des intérêts dûs sur les coupons échus porteront jouissance des 14 octobre 1933, 1934 et 1935. Ils seront productifs d'intérêts à 5 0/0 payables par semestre, le 14 avril et 14 octobre de chaque année. Leur amortissement devra être assuré en 25 ans au plus. Il aura lieu semestriellement, suivant un tableau à établir, soit par rachat en Bourse, si les cours n'atteignent pas le pair, soit par tirage au sort, si les cours atteignent ou dépassent le pair, compte tenu de la fraction courue du coupon. L'intérêt des titres précédemment amortis accroîtra l'amortissement. De même, en cas d'amortissement par voie de rachat au dessous du pair, l'économie qui en résultera sera appliquée à de nouveaux rachats qui abrègeront la durée de l'emprunt ; à cet effet,

les titres amortis par anticipation seront imputés sur le dernier tirage, puis sur le précédent et ainsi de suite, de façon à ne pas modifier l'ordre du tableau d'amortissement.

Les titres funding seront des titres or, c'est-à-dire qu'ils seront libellés en francs, tels que définis par la loi française du 25 juin 1928. Leurs coupons seront payables, et les titres sortis au tirage seront remboursables, sur toutes les places où existe un service financier des emprunts en question. Ces paiements et remboursements s'effectueront en monnaie légale du lieu de paiement ou de remboursement pour la contrevaletur au jour de l'encaissement de leur montant en or. À cet effet, le gouvernement yougoslave a pris l'engagement de compléter sans délai les provisions constituées qui apparaîtraient insuffisantes.

Le montant nominal de ces titres sera de 250 fr., 500 fr. et 1.000 francs. Mais il a fallu prévoir le cas, appelé à se présenter dans la pratique, où les montants à encaisser seraient inférieurs à 250 francs. Pour cela, il fut décidé de créer des certificats fractionnaires, non productifs d'intérêt, d'un montant nominal de 2 fr.50, 5 fr. et 50 francs. Ces certificats seront échangeables contre des titres funding, après groupement, à condition d'être présentés à l'échange dans un délai de 5 ans à dater de la consolidation annuelle à laquelle ils correspondent. Les titres remis en échange porteront jouissance de la date correspondant à celle de l'émission des certificats les plus récents présentés à cet échange.

Cet emprunt funding bénéficie de toutes les garanties affectées au service des autres emprunts gagés et prendra rang immédiatement après eux ; en cas d'insuffisance des gages ainsi consentis, le gouvernement aura l'obliga-

tion d'assurer le service intégral de l'emprunt funding sur les revenus généraux de l'Etat.

Ces titres funding ou les certificats fractionnaires ne sont grevés d'aucun impôt ou taxe quelconque sur le territoire du Royaume. De même la Yougoslavie a pris à sa charge les droits de timbre perçus par l'administration de l'enregistrement en France, ainsi qu'un montant de 10 0/0 sur le nominal de chaque titre funding pour faire face jusqu'à due concurrence à l'impôt français sur le revenu des fonds d'Etat étrangers. Cet impôt sera exigible à l'occasion de la première négociation ou du remboursement des dites obligations. Les frais et commissions relatifs à l'émission et au service des titres de l'emprunt, ainsi que tous les frais d'établissement et d'exécution de la Convention demeurent à la charge du gouvernement yougoslave.

Enfin les titres funding pourront être cotés sur toutes les places où sont déjà cotés es emprunts faisant l'objet de la Convention.

Il résulte donc de ces dispositions que la Yougoslavie se trouve dispensée d'effectuer, jusqu'à concurrence de 90 0/0, le transfert des sommes nécessaires pour régler ceux des porteurs des fonds serbes ou yougoslaves qui n'auront pas accepté le paiement en dinars. Mais comme l'Accord avec les porteurs ne vise que la suspension des paiements en devises étrangères et n'autorise pas la suspension des paiements en dinars, qui continueront à être effectués normalement, il a été convenu que les sommes constituant les provisions contractuelles en dinars des titres funding et non utilisées pour le service de la dette seraient, pour des montants correspondants, versées à un compte spécial à la Banque Nationale de Yougoslavie,

qui les emploiera à l'exécution d'un programme de redressement monétaire et financier. Le détail de ce programme n'a pas été arrêté dans la Convention.

Indépendamment des titres funding ou des certificats fractionnaires qui seront remis aux porteurs, ceux-ci recevront en même temps une soult<sup>e</sup> en espèces en leur monnaie nationale comprenant : 1<sup>o</sup> une répartition de 10 0/0 sur le montant nominal des coupons échus au cours de l'année ; 2<sup>o</sup> le rompu correspondant à la fraction qui, sur le groupe des coupons échus dans l'année pour chaque titre, dépasse un multiple de 5, après déduction des 10 0/0 ci-dessus et addition des intérêts de retard à 5 0/0 l'an, de la date de l'échéance au 14 octobre suivant.

Le mode de calcul du pourcentage à verser en espèces aux porteurs qui demandent à être payés hors de Yougoslavie paraît, au premier abord, assez compliqué. Mais un exemple pratique permettra de le mieux saisir. Prenons le cas de l'emprunt 4 0/0 1895 dont les échéances tombent le 1<sup>er</sup> janvier et le 1<sup>er</sup> juillet. Le montant de l'intérêt annuel, compte tenu du taux de revalorisation prévu par la Convention de 1930, s'élève à 54 fr. 16. Il faut y ajouter les intérêts de retard à 5 0/0 sur chaque coupon semestriel depuis l'échéance normale jusqu'au 14 octobre, date unique à laquelle a été reporté le paiement des coupons de l'année, soit 1 fr. 45. Le montant total dû le 14 octobre aux porteurs s'élève donc à 55 fr. 61. Il est fait aux porteurs un premier versement en espèces de 10 0/0 sur l'intérêt annuel, égal à 5 fr. 42 (10 0/0 de 54 fr. 16). Comme le montant à consolider en funding doit être un multiple de 5, celui-ci est fixé à 50 francs. Or, il est du 55 fr. 61 par obligation aux porteurs et le

total de la soulte en espèces et du montant à consolider n'atteint que 55 fr. 42. La différence, 0 fr. 19 constitue le rompu qui sera payé en espèces en plus du versement de 5 fr. 42. Le porteur encaissera donc 5 fr. 61 en espèces par obligation, dont à déduire l'impôt français sur les revenus de fonds d'Etat étranger et 50 francs en titres funding.

Pour que les porteurs puissent avoir la vision claire et nette des montants en espèces et en titres qu'ils recevront pour les coupons échus au cours des trois années de moratoire sur chaque obligation, un barème a été annexé à la Convention. Mais à partir du 1<sup>er</sup> avril 1935, ce barème est modifié en ce qui concerne les emprunts d'avant-guerre, pour tenir compte de l'élévation du taux de valorisation prévue à cette date par l'Accord de 1930.

### 3° *Clauses diverses*

Outre ce qui a été dit au sujet de l'amortissement et du service de l'intérêt, la Convention comporte un certain nombre de clauses diverses : a) C'est ainsi qu'il a été prévu que les représentants des porteurs et ceux du gouvernement royal yougoslave devraient se rencontrer dans un délai de trois mois avant l'expiration de la deuxième année, pour examiner si la situation financière et économique de la Yougoslavie permet d'augmenter le montant des versements en espèces à effectuer au cours de la troisième année ; b) Un manquement du gouvernement yougoslave à l'une quelconque des dispositions entraîne pour les porteurs le recouvrement intégral de leurs droits contractuels ; c) Les contestations susceptibles de s'élever entre les porteurs et le gouvernement yougoslave, faute

d'avoir obtenu une solution amiable, seront soumises à la sentence de deux arbitres désignés par chacune des parties et qui, en cas de désaccord, pourront être départagées par un tiers arbitre désigné à cet effet par le Président du Tribunal Fédéral de Lausanne ; d) Les porteurs ont la faculté de souscrire aux emprunts publics que pourra émettre la Yougoslavie, au moyen des titres funding pris pour leur valeur nominale et sans restriction aucune ; e) Aucun arrangement conclu avec les porteurs de titres à long terme à l'étranger ne pourra comporter des dispositions plus favorables que celles obtenues par les porteurs français, sans que ceux-ci en bénéficient de plein droit. Le Comité de défense des porteurs est seul qualifié pour déclarer qu'un arrangement est plus favorable ; f) Enfin il a été expressément convenu que le service normal des emprunts serait intégralement repris sur les bases contractuelles à l'expiration de la période de moratoire, c'est-à-dire à partir du 14 octobre 1935.

Il n'est pas douteux que cette Convention du 26 juillet 1933 n'a pas eu l'heur de satisfaire les porteurs français en raison des sacrifices très importants qui leur étaient demandés sur le service de l'intérêt. Mais étant donné qu'elle se présente en fait comme une convention particulière, passée entre l'Etat yougoslave et chacun de ses porteurs de fonds publics, ainsi qu'il ressort des termes mêmes de l'article 30 : « l'adhésion de chaque porteur sera constatée par l'encaissement d'un coupon, conformément aux présentes dispositions » et que la décision de la majorité des porteurs n'a pas le pouvoir de lier la minorité, les opposants auraient dû entreprendre individuellement de nouvelles négociations avec le gouvernement yougoslave.

Pratiquement la chose était impossible pour la plupart d'entre eux et eut été très certainement vouée à un échec. Les porteurs ont donc fait preuve de sagesse en se résignant à accepter cette Convention, conformément aux recommandations de l'A.N.P.F.B.V.M.

Il n'est guère possible de connaître le nombre des porteurs qui ont opté pour le mode de règlement en dinars et celui des porteurs qui ont accepté le paiement de leurs coupons en funding, plus la soulte de 10 0/0 en espèces. Il est probable toutefois que ce dernier mode de paiement ait eu leur préférence.

L'exécution de cette Convention a été scrupuleusement observée par le gouvernement yougoslave depuis la date de la mise en application de l'Accord. Le 11 mai 1934 ont été introduites à la Bourse de Paris, au cours de 67 fr. 50, les obligations de la première tranche de l'emprunt funding or 5 0/0 1933, émises en consolidation des coupons des emprunts serbes et yougoslaves échus dans la période comprise entre le 14 octobre 1932 et le 13 octobre 1933.

De même en application de l'article 22 de la Convention, les représentants des porteurs français se sont rencontrés dans le courant du mois de juillet 1934 avec le représentant du gouvernement yougoslave pour examiner si la situation de la Yougoslavie permettait d'augmenter le pourcentage des versements en espèces. Le représentant du gouvernement yougoslave a fait observer que, bien qu'une amélioration se soit produite dans la situation économique et financière du pays depuis la signature de l'Accord, cette amélioration n'était toutefois pas suffisante pour permettre une augmentation des versements en espèces, sans risquer de compromettre les résul-

tats déjà obtenus. Ces indications ont été confirmées par le rapport qui a été présenté par un expert français qualifié à la suite d'une requête effectuée par lui en Yougoslavie. Dans ces conditions, les représentants des porteurs ont estimé qu'il y avait lieu de maintenir sans modifications pendant la période du 14 octobre 1934 au 13 octobre 1935 le régime déjà appliqué aux emprunts.

La politique de moratoire suivie par la Yougoslavie présente une netteté bien supérieure à la politique qu'ont adoptée les autres pays Balkaniques. Un seul Accord a suffi pour régler avec les porteurs la question du transfert du service des emprunts. En outre, cet Accord est le plus complet de tous ceux que nous avons examinés jusqu'ici, celui dont les détails d'application ont été prévus avec le plus de minutie. Il est aussi le plus original de tous, car, pour la première fois peut-être, on trouve l'exemple d'un pays débiteur offrant à ses créanciers de leur verser le montant de leurs coupons dans sa propre monnaie nationale. Ce mode de règlement paraît somme toute, assez logique, si l'on admet que le service de la dette extérieure peut se heurter à des difficultés de transfert. Sans rien préjuger de l'avenir, on peut estimer qu'il pourra servir de modèle et de précédent pour les Etats débiteurs en proie à une grave pénurie de devises étrangères.

Enfin le règlement en titres funding du montant des coupons non transférés ne constitue pas à proprement parler, une gêne pour les porteurs. Ceux que ce mode de paiement gênerait en les privant de ressources en espèces auront toujours la possibilité de négocier en Bourse les titres qui leur seront remis.



## CONCLUSION

---

L'analyse à laquelle nous nous sommes livré des conditions budgétaires, économiques et monétaires qui ont amené les pays Balkaniques à demander à partir de 1932 la suspension du paiement d'une partie de leur dette extérieure à long terme, ainsi que des modalités adoptées pour mettre en harmonie la charge de cette dette avec leur nouvelle capacité de paiement et de transfert, nous a révélé la profonde transformation survenue dans les domaines du Crédit Public de ces Etats. Il importe de tirer à présent les conclusions qui se dégagent de cette étude.

Le temps paraît révolu de cette période où les souscripteurs d'emprunts internationaux pouvaient se contenter d'exiger de leurs débiteurs l'affectation de certains revenus fiscaux, comme garantie du paiement de leurs créances. Sous la pression des faits et des manifestations de la crise économique mondiale, il est devenu évident qu'un pays peut avoir la capacité budgétaire de payer dans sa monnaie nationale ses dettes envers l'étranger, sans que le transfert soit possible. Il y a même plus : si le transfert est réalisé, il peut entraîner une telle aggravation de l'économie du pays débiteur et influencer si défavorablement sa stabilité cambiaire, que la capacité budgétaire de ce pays soit elle-même mise en danger et que le paiement en monnaie nationale de ses dettes devienne impossible. L'interdépendance du problème budgétaire et du

problème monétaire est devenue évidente. La constatation est d'importance par les conséquences qu'elle entraîne, tant au point de vue des Etats débiteurs, qu'au point de vue des porteurs de fonds d'Etats étrangers.

Du point de vue des Etats, il semble bien que la dualité du problème auquel ils ont à faire face pour effectuer le paiement de leurs dettes extérieures entraîne un relâchement du lien d'obligation vis-à-vis de leurs créanciers. Non pas que le principe en lui-même de l'inviolabilité et de l'intangibilité de la Dette publique doive être mis en contestation. La reconnaissance de ce principe par les Etats est la condition même de leur crédit public. Elle les astreint donc à tout mettre en œuvre pour faire face à leurs engagements.

Mais il y a une hiérarchie parmi les obligations qui s'imposent à eux. Celle qui les astreint à inscrire dans leur budget la totalité des crédits en monnaie nationale nécessaires au service plein de l'intérêt et de l'amortissement prévu par les contrats ne doit subir aucune atteinte et pour aucun motif. Les Etats étant maîtres de la perception des revenus publics et de l'aménagement des dépenses demeurent par le fait même, seuls responsables de l'équilibre budgétaire. Celui-ci ne sera certes pas toujours facile à assurer ; mais il est toujours en leur pouvoir de le réaliser. L'exemple yougoslave est là pour en témoigner.

Les porteurs étrangers ont donc été bien inspirés en exigeant dans les Accords conclus avec les Pays Balkaniques la reconnaissance de l'inscription de la totalité des crédits budgétaires, tant en ce qui concerne le service de l'intérêt que celui de l'amortissement. Toute autre façon

de faire eut été pour eux une tentation et un encouragement pour se dispenser de fournir l'effort budgétaire indispensable. Certes, cette inscription au budget du service plein de la dette est à bien des égards illusoire, puisque dans la plupart des cas, il a été prévu que les crédits ouverts au chapitre de la Dette publique serviraient, pour partie seulement au service de cette dette et pour partie aussi à alimenter les autres besoins de la Trésorerie. Mais il est très important toutefois que le principe de l'intangibilité de la Dette publique soit reconnu et proclamé. Un seul Etat, la Grèce s'est vue dispenser du soin d'inscrire à son budget les crédits nécessaires à l'amortissement pendant la durée du moratoire. Elle doit ce privilège au fait que le service de sa dette, à l'encontre de ce qui s'est passé pour les autres pays balkaniques, n'a subi aucune réduction depuis la guerre.

Cette obligation d'assurer le service de la dette en levas, en drachmes, en lei ou en dinars paraîtra, sans doute, bien platonique aux porteurs de fonds balkaniques, si l'Etat qui est leur débiteur ne peut se procurer en échange les devises étrangères dans lesquelles ils demandent à être payés, et si, partant, son obligation d'effectuer le transfert se trouve restreinte. En réalité, nous ne voulons pas dire que l'obligation juridique pour un Etat débiteur de se procurer les devises étrangères qui assureront à ses créanciers le paiement des intérêts et de l'amortissement, dans la monnaie à laquelle ils ont droit contractuellement, soit moins impérieuse. Seulement, elle souffre certaines atténuations du fait que les Etats débiteurs ne sont pas toujours en mesure d'agir efficacement sur la quantité et la disponibilité des devises nécessaires à cet effet.

La pénurie des devises, nous l'avons vu pour les pays Balkaniques, n'est pas toute imputable à ceux-ci. En effet, la baisse des prix des produits agricoles a son origine dans la surproduction des pays d'outre-mer ; et les pays créanciers ont fermé leurs frontières aux exportations des pays Balkaniques, enlevant ainsi à ceux-ci le seul moyen de s'acquitter de leurs obligations. Enfin les restrictions innombrables au commerce des devises et la liberté de mouvements de capitaux les ont privés pratiquement du droit de disposer des avoirs constitués à l'étranger par la vente de leurs produits. Ces événements ont constitué autant d'empêchements de fait à l'exécution du transfert du service de la dette et les pays balkaniques n'ont pu les éluder par aucun moyen.

Certes, s'il est vrai que l'augmentation ou la diminution de la valeur des excédents ou des déficits de la balance commerciale, en proportion du déséquilibre de la balance des paiements extérieurs provoqué par le paiement d'une dette extérieure ou une fuite de capitaux, soit en toutes circonstances, un phénomène rigoureusement et mathématiquement vérifié, l'on pourrait admettre avec M. Rueff que le problème des transferts est une pure invention. Mais nous avons vu précisément que la disparité des prix des produits d'exportation et des produits d'importation, ainsi que le protectionnisme empêchent cette adaptation compensatoire de la balance commerciale. Le problème des transferts reste donc entier aussi longtemps que subsistent les obstacles à une liberté relative des mouvements des capitaux et des produits.

Dans ces conditions, il n'est pas douteux que l'obligation juridique fléchisse devant la question de la capacité de transfert, ou plus exactement de l'incapacité de trans-

fert. Car celle-ci dépend, à l'inverse de la capacité du paiement budgétaire, de facteurs internationaux dont les Etats créanciers et les autres ont leur part de responsabilité.

Serait-ce à dire qu'il convient d'admettre la théorie de l'imprévision en matière de transfert du service des emprunts internationaux. Cette théorie, qui est déjà admise dans le Droit public interne de nombreux états, tend à obtenir une révision des obligations réciproques nées d'un contrat de droit public, lorsqu'il est avéré qu'à la suite de certaines circonstances, l'exécution est devenue impossible pour l'une des parties. Elle admet que l'exécution des obligations sur la base des dispositions contractuelles ne demeure valable qu'autant que les choses restent en état *rebus sic stantibus*.

Il faut reconnaître que l'adoption du principe de l'imprévision ne présenterait pas que des inconvénients pour les porteurs de fonds d'Etats étrangers, puisqu'il pourrait fonctionner à leur profit, en cas d'amélioration de la situation monétaire et cambiaire de l'Etat débiteur. Mais il est à craindre que dans la pratique il ne joue qu'en faveur des Etats débiteurs et jamais, ou tout au moins qu'imparfaitement en faveur des porteurs. C'est ce qui nous permet de considérer l'adoption de ce principe comme dangereuse pour ceux-ci. Nul ne peut l'admettre, s'il ne veut pas voir livrer les créanciers à la merci de leurs débiteurs plus puissants.

Certes, à bien considérer les motifs de chaque accord conclu par les porteurs étrangers avec chacun des pays balkaniques, il semble bien qu'il soit fait application d'une certaine façon de cette théorie de l'imprévision, puisqu'il y est dit expressément que les allègements con-

sentis par les associations de porteurs ne l'ont été qu'en considération des circonstances particulièrement défavorables dans lesquelles se trouvaient ces Etats. Mais il n'est pas moins important de remarquer que les réductions accordées sur le service de la dette extérieure tendent seulement à permettre une amélioration plus rapide de la situation économique et monétaire, par conséquent ne présentent qu'un caractère provisoire et tout à fait exceptionnel, destiné à permettre la reprise ultérieure du service sur les bases normales.

Cette reprise du service normal au bout d'une période limitée de moratoire est bien le but final qu'ont en vue les porteurs. On peut certes ergoter et prétendre que la théorie de l'imprévision ne joue précisément que dans les périodes exceptionnelles, comme c'est le cas depuis 1932. Mais il est bien certain toutefois, que les associations de porteurs n'ont pas voulu reconnaître aux pays Balkaniques un droit de réclamer une nouvelle modification de leurs charges, à chaque difficulté de transfert éprouvée par eux.

Au surplus, l'application de la théorie de l'imprévision en matière d'emprunts internationaux soulève un grave problème qui est celui de la détermination des personnes compétentes pour déclarer que la situation exige une modification du service de la dette. Ce ne peut être, bien entendu, ni les Etats débiteurs eux-mêmes, ni les porteurs, car, ni les uns, ni les autres ne possèdent l'impartialité nécessaire. Peut-on admettre plus facilement l'intervention d'un organe indépendant, tel le Comité Financier de la Société des Nations ? Il ne faut certes pas méconnaître les grands services rendus aux Etats débiteurs par l'organe genevois. Mais à raison même de ces

très grands services rendus aux Etats débiteurs, les porteurs étrangers n'ont pas eu à se louer, comme nous l'avons vu, de son intervention ; car elle a rarement tourné à leur avantage. Et cela s'explique très facilement. Quand le Comité Financier reçoit d'un Etat en détresse une demande de collaboration financière pour améliorer son budget et sa balance des paiements, son honneur est intéressé au premier chef à la réussite de ses recommandations. Le rétablissement du pays seul lui importe ; et si ce rétablissement doit être obtenu au détriment des intérêts des porteurs, il n'hésitera pas, bien souvent, à recommander à ceux-ci de se montrer conciliants.

Il convient donc d'éviter que le Comité Financier qui, après avoir longtemps été une « clinique pour finances malades », selon l'expression de M. Rist, ne devienne pour employer une autre expression non moins pittoresque, un « bureau de bienfaisance » qui ferait des générosités avec l'argent des porteurs de titres.

Les mêmes considérations, qui ne nous permettent pas d'admettre qu'il soit fait application de la théorie de l'imprévision en matière d'emprunts publics internationaux, nous conduisent à rejeter certaines théories qui se sont fait jour récemment et qui s'attaquent au principe même de fixité de l'intérêt. Le versement d'un intérêt fixe, alors que la moyenne des prix de tous les produits et des services s'abaisse d'une façon générale, peut paraître au premier abord, profondément antiéconomique. Mais comment ne pas reconnaître que la fixité de l'intérêt est précisément la condition de tout crédit, et particulièrement du crédit des Etats ? Du jour où les souscripteurs d'emprunts ne connaîtront plus d'avance la rémunération à laquelle ils ont droit chaque année, se trouvera-t-il

encore des souscripteurs ? Pour notre part, nous envisageons avec assez de difficulté que les épargnants français puissent consentir un jour à devenir en quelque sorte les actionnaires d'une société qui s'appellerait l'Etat Bulgare, ou l'Etat Héliénique, ou l'Etat Roumain, ou l'Etat Yougoslave.

Bien entendu, la fixité de l'intérêt ne va pas à l'encontre du droit reconnu aux Etats de procéder à une conversion de leur dette publique. Mais un tel acte ne doit pas être imposé aux porteurs de fonds publics. L'acceptation de ceux-ci est toujours requise pour qu'il n'y ait pas faillite de l'Etat.

Le relâchement du lien d'obligation que nous avons constaté dans les rapports de l'Etat débiteur avec ses créanciers étrangers, par suite de l'existence de difficultés de transfert, a pour contre partie une diminution évidente de la sécurité des fonds publics détenus par les capitalistes étrangers. Et cela pose pour eux le grave problème des garanties nouvelles à rechercher et des moyens de protection à employer pour qu'un Etat débiteur évite de régler la question de sa dette extérieure sous son entière responsabilité.

Du jour où le fameux gage des douanes, le plus recherché par les pères de famille, a été violé, quelque chose s'est brisé sans bruit dans le cœur du rentier. On peut dire qu'aujourd'hui aucun gage n'est sûr, tant qu'il reste matériellement sous la puissance publique de l'Etat débiteur ; et il faut ajouter aussi, depuis qu'existe le problème des transferts, aucun gage n'est sûr, s'il n'est pas productif de devises étrangères. Mais à vrai dire, on n'aperçoit qu'un seul gage qui pourrait répondre à cette double condition : ce serait la valeur du produit des

exportations du pays débiteur, si cette valeur pouvait être saisie, hors du pays débiteur, entre les mains de l'importateur étranger au moment où il va payer sa facture. C'est le système dit du « Recovery Act » qui a été appliqué plusieurs années en France et en Angleterre pour le recouvrement des Réparations Allemandes.

Mais il vaut mieux reconnaître que la réalisation effective et durable de ce gage s'avère dans la plupart des cas, impossible. Que faut-il, en effet, pour qu'il soit véritablement efficace ?

a) Tout d'abord, que les exportations du pays débiteur dans le pays créancier présentent d'une façon continue un solde nettement excédentaire sur le montant de ses importations en provenance des pays créanciers, autrement dit, que sa balance commerciale avec chacun des pays créanciers lui soit toujours favorable. Sinon, la masse de devises sera insuffisante et ne pourra suffir à régler à la fois les porteurs de fonds d'Etats étrangers et leurs compatriotes exportateurs qui possèdent des créances commerciales sur le pays débiteur. Il y aura donc compétition et rivalité entre les créanciers à titre financier et les créanciers à titre commercial. La validité des créances des exportateurs n'étant pas inférieure à celle des porteurs de fonds étrangers, il sera difficile d'accorder à ceux-ci un gage particulier et préférentiel qui porterait atteinte aux intérêts légitimes des commerçants.

b) Il est vrai que si la balance commerciale du pays débiteur n'est pas excédentaire avec chacun des pays créanciers, elle pourra l'être avec des pays tiers. Mais les porteurs pourront-ils plus facilement aller y saisir la valeur de ces excédents de la balance commerciale ? Pour cela, il faudrait que le pays tiers y consente. Mais celui-ci, pour

des raisons politiques et économiques dont il est seul juge, peut s'y opposer.

Dans ces conditions, la valeur du gage que constitue pour les porteurs étrangers le produit des exportations du pays débiteur paraît bien aléatoire. Ce gage aurait au moins un avantage : ce serait de forcer les pays créanciers à accepter avec plus de libéralité les produits et les services du pays débiteur, puisqu'il est vrai que c'est seulement par des marchandises et des services qu'un pays débiteur peut s'acquitter de ses obligations extérieures. Mais à ce moment-là, ce seront les producteurs nationaux qui protesteront si les produits du pays débiteur entrent en trop grande quantité ; et les porteurs auront à vaincre leur hostilité.

Est-ce à dire que ce gage soit entièrement sans valeur ? Ce serait trop dire. Si, par suite de l'incertitude où l'on se trouve de savoir si la balance commerciale du pays débiteur sera excédentaire, ce gage ne présente pas le même coefficient de stabilité que le gage des douanes ou des monopoles, et, à ce titre, ne peut être considéré comme assurant, préventivement pourrait-on dire, la protection permanente des intérêts des porteurs, il n'en reste pas moins qu'il peut, en certaines circonstances, être employé efficacement comme moyen de coercition à l'égard des Etats débiteurs de mauvaise foi. Il prend donc, dans ce cas, l'allure d'une mesure de répression, destinée à empêcher un Etat débiteur de traiter par trop unilatéralement la question de sa dette extérieure.

Nous n'avons pas d'exemple d'institution par les pays créanciers de Clearing forcé avec les pays Balkaniques, comme nous l'avons vu récemment avec l'Allemagne, quand ce pays au mois de juillet 1934, a décidé uni-

latéralement de suspendre le transfert des intérêts des emprunts Dawes et Young. A cette façon assez cavalière de traiter ses engagements les plus solennels, des Etats créanciers, comme la Grande-Bretagne et la France, ont répondu par une menace d'établissement de clearing forcé pour toutes les opérations commerciales et financières passées avec ce pays. Il n'en a pas fallu davantage pour amener l'Allemagne à composition et lui faire accepter de régler, d'accord avec ses créanciers, la façon dont elle assurerait le service des emprunts Dawes et Young.

La vertu de ce gage formé par la valeur du produit des exportations du pays débiteur est donc surtout faite de contrainte persuasive. Ce ne sont pas les moyens les moins efficaces. Mais il est nécessaire que dans ce cas, le gouvernement ressortissent les porteurs de fonds d'Etats étrangers prennent sérieusement en main la défense de leurs intérêts. A cet égard, les porteurs français n'ont peut-être pas eu à se louer particulièrement de la protection que leur a assurée leur gouvernement. Il est vrai que la politique toute d'amitié pratiquée à l'égard des pays de la Petite-Entente, comme la Roumanie et la Yougoslavie, et des pays signataires du Pacte Balkanique, comme la Grèce, la Roumanie et la Yougoslavie ou susceptibles de le signer dans un avenir prochain comme la Bulgarie, a ses exigences. Et l'on conçoit fort bien que le gouvernement français ait hésité avant d'entreprendre une action répressive en faveur des porteurs de fonds balkaniques, ou même s'y soit refusé. Mais il faudrait éviter que l'amitié réciproque de deux pays ne serve de prétexte pour couvrir les manquements de l'un d'eux à ses obligations juridiques les plus certaines.

La protection des intérêts des porteurs étrangers

paraît donc bien, d'une certaine façon, toucher à la politique des Etats et en dépendre assez étroitement. Mais il ne faudrait pas voir dans ce fait un motif de désespérer de jamais la voir assurer. Car les porteurs de titres étrangers, par leur groupement et leur organisation, peuvent arriver à représenter une grande force, capable d'arrêter les plus téméraires dans leurs velléités de répudiation unilatérale de leurs dettes, pour peu que leur gouvernement les appuie.

Reconnaissons bien volontiers que l'organisation des porteurs dans tous les pays créanciers ne présente pas encore cette force qui lui permettrait de discuter sur le pied d'égalité avec les Etats défaillants. Mais pouvait-elle être adaptée du jour au lendemain à la tâche massive qui lui est incombée soudain ? La nouveauté des problèmes que les porteurs étrangers ont eu à résoudre a été telle que l'on comprend aisément la faiblesse de leur réaction originelle. En outre une grosse difficulté est venue de ce que les groupes intéressés à différents emprunts d'un même Etat, dotés de garanties différentes et placés dans des pays différents, sont entrés en compétition, les uns avec les autres, dès que la solvabilité de leur débiteur commun a été mise en question.

Les divergences se sont donc accusées non seulement entre les créanciers appartenant à des groupes nationaux différents, mais à l'intérieur même de ces groupes nationaux entre les porteurs de fonds d'Etat émis avant-guerre et ceux des emprunts placés après la guerre sous les auspices de la Société des Nations. La politique de défaillance des Etats débiteurs balkaniques a été grandement facilitée de ce fait. Les porteurs appartenant à des nationalités différentes ou possédant des titres d'emprunts qui ne sont

pas dotés des mêmes garanties, devront se convaincre que leurs intérêts ne sont pas exclusifs et que leur solidarité est le moyen le plus efficace pour réduire au minimum les pertes des uns et des autres.

Enfin, il est un facteur dont il convient de ne pas sous-estimer l'importance. Les pays Balkaniques possèdent d'immenses ressources naturelles, mais ne disposent pas de capitaux pour les mettre en valeur. Ils seront appelés dans un avenir peut-être prochain, à solliciter le concours financier des mêmes pays qui les ont aidés par le passé. Leur intérêt, à défaut d'une volonté très ardente et inflexible de faire face à leurs engagements, leur commande donc d'agir avec ménagement à leur égard et de ne pas considérer la question de leur dette publique comme relevant uniquement de leur libre arbitre. Il est parfois pénible de rappeler ces choses. Mais ces observations s'inspirent autant du souci de voir sauvegarder le crédit public des Etats Balkaniques, que du souci de voir défendre les intérêts de ceux qui leur ont prêté leurs capitaux. Nous ne pensons pas qu'il puisse y avoir là une antinomie.

---

Vu : *Le Président de Thèse,*

JEAN LESCURE.

Vu : *Le Doyen,*

E. ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

*Le Recteur de l'Académie de Paris,*

S. CHARLETY



## BIBLIOGRAPHIE

---

### PUBLICATIONS DE LA SOCIÉTÉ DES NATIONS

*Annuaire Statistique.*

*La Situation Economique Mondiale : années 1931-32,  
1932-33.*

*Aperçu de la Production Mondiale, 1925-31.*

*La Crise Agricole, 1930.*

*Aperçu général sur le Commerce mondial : 1930, 1931,  
1932.*

*Balance des Paiements : années 1931 et 1932.*

*Chiffres essentiels du commerce extérieur des Pays  
Danubiens.*

*Journal Officiel de la Société des Nations :*

a) Rapports du Comité Financier au Conseil.

b) Rapports du Commissaire de la Société des

Nations en Bulgarie.

### REVUES

*Revue « Les Balkans ».*

*Revue Economique Internationale.*

*Revue d'Economie Politique.*

*L'Europe Nouvelle.*

*L'Europe Centrale.*

*L'Europe de l'Est et du Sud-Est.*

*Revue Politique et Parlementaire.*

*L'Economiste Français.*

*L'Economie Internationale.*

*Bulletin Mensuel de l'Institut International d'Agriculture de Rome.*

*The Economist.*

JOURNAUX (Dates diverses)

*Bulletin Quotidien.*

*L'Information.*

*L'Agence Economique et Financière.*

*Le Capital.*

*La Bulgarie.*

*Le Messenger d'Athènes.*

*L'Echo de Belgrade.*

*L'Universul (en roumain : traduction).*

*Le Times.*

*Documentation fournie par l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières : L'A.N.P.F. V.M. a gracieusement mis à notre disposition le texte de ses communiqués et de ses informations, remis à la Presse ainsi que le texte des Accords conclus. Nous lui adressons nos plus vifs remerciements.*

---



# TABLE DES MATIERES

---

|                    |   |
|--------------------|---|
| INTRODUCTION ..... | 7 |
|--------------------|---|

## PREMIERE PARTIE

### CHAPITRE PREMIER

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| <i>Les difficultés budgétaires dans les Pays Balkaniques</i> ..... | 13 |
|--------------------------------------------------------------------|----|

|                                                                                                                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| SECTION I. — La garantie des emprunts publics balkaniques : Bulgarie, Grèce, Yougoslavie, Roumanie. — Fragilité des sûretés en période de déséquilibre budgétaire .. | 13 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| SECTION II. — Nature des difficultés budgétaires .. | 20 |
|-----------------------------------------------------|----|

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| I. — Les vices organiques des Finances Publiques Balkaniques ..... | 21 |
|--------------------------------------------------------------------|----|

|                              |    |
|------------------------------|----|
| Ressources budgétaires ..... | 25 |
|------------------------------|----|

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| Répartition des dépenses publiques — Situation de la Dette publique ..... | 30 |
|---------------------------------------------------------------------------|----|

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| Méthodes et pratiques employées pour réaliser l'équilibre budgétaire ..... | 37 |
|----------------------------------------------------------------------------|----|

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| II. — Les Finances publiques et la crise ..... | 41 |
|------------------------------------------------|----|

### CHAPITRE II

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| <i>Les difficultés de transfert dans les Pays balkaniques</i> ..... | 46 |
|---------------------------------------------------------------------|----|

|                                                                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| SECTION I. — La pénurie des devises. — Esquisse<br>du mécanisme des paiements interna-<br>tionaux .....                                              | 47 |
| I. — La faiblesse des revenus invisibles ou des<br>services rendus à l'étranger .....                                                                | 50 |
| II. — Le retrait des crédits à court terme en 1931<br>— L'arrêt des mouvements de capitaux.<br>— Le Moratoire Hoover .....                           | 54 |
| CHAPITRE III                                                                                                                                         |    |
| <i>Les difficultés de transfert (suite)</i> .....                                                                                                    | 62 |
| III. — L'insuffisance des excédents de la balance<br>commerciale .....                                                                               | 62 |
| Caractère essentiellement agricole des Pays<br>balkaniques .....                                                                                     | 64 |
| La chute des prix des produits agricoles.<br>— Disparité des prix des produits agri-<br>coles d'exportation et des produits d'im-<br>portation ..... | 70 |
| Les entraves au commerce d'exportation<br>des Pays balkaniques .....                                                                                 | 76 |
| La balance commerciale des Pays balka-<br>niques .....                                                                                               | 81 |
| CHAPITRE IV                                                                                                                                          |    |
| <i>Les difficultés de transfert (suite)</i> .....                                                                                                    | 92 |

|                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| SECTION II. — L'indisponibilité des devises existantes .....                                           | 92 |
| I. — Indisponibilité des réserves et de l'encaisse métallique des Banques Nationales Balkaniques ..... | 93 |
| II. — Indisponibilité des avoirs détenus à l'extérieur dans les Banques Nationales étrangères .....    | 98 |

## DEUXIEME PARTIE

### CHAPITRE I

|                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Considérations générales</i> .....                                                                                                        | 107 |
| I. — La suspension des paiements extérieurs jusqu'à la réunion de la Conférence Economique et Monétaire de Londres (Juin-Juillet 1933) ..... | 108 |
| II. — Le problème de l'endettement des Etats à la Conférence de Londres .....                                                                | 111 |
| III. — L'organisation des porteurs, particulièrement en France : l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières .....   | 115 |

### CHAPITRE II

|                                                                                                         |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>La politique de Moratoire en Bulgarie</i> .....                                                      | 121 |
| I. — Le service des emprunts bulgares depuis la guerre. — Importance de la Dette publique en 1932 ..... | 121 |

|                                                                                                                                                                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| II. — Demande d'assistance à la Société des Nations<br>et résolution du Conseil de la Société des<br>Nations du 15 avril 1932.....                                                                                       | 127 |
| III. — Le Moratoire de transfert du 20 avril. — Le<br>conflit avec les porteurs de titres d'avant<br>guerre. — L'accord provisoire du mois<br>de juillet .....                                                           | 129 |
| IV. — La résolution du Conseil de la Société des<br>Nations du 13 octobre 1932 —<br>Le nouvel arrangement provisoire de<br>novembre .....                                                                                | 134 |
| V. — Aggravation de la situation financière au<br>début de 1933. — Les propositions du<br>Gouvernement Bulgare aux porteurs. —<br>Le rapport du Comité Financier de la<br>Société des Nations au mois d'avril 1933 ..... | 135 |
| VI. — Règlement de certains points litigieux rela-<br>tifs au transfert par les accords d'août<br>et de novembre 1933 : Le rachat des<br>arriérés en levas bloqués .....                                                 | 139 |
| VII. — Les négociations du mois d'avril 1934 :<br>l'accord du 17 mai 1934.....                                                                                                                                           | 143 |

### CHAPITRE III

|                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>La politique de Moratoire en Grèce</i> .....                          | 151 |
| I. — Les emprunts extérieurs de l'Etat hellénique.<br>— Importance ..... | 151 |

|                                                                                                                                                                                               |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| II. — Le recours à la Société des Nations en janvier 1932. — La résolution du Conseil du 12 avril .....                                                                                       | 154 |
| III. — Mesures unilatérales prises par le Gouvernement Hellénique en avril 1932. — Echec des négociations avec les porteurs au mois de juin. — Accord de Moratoire du 15 septembre 1932 ..... | 158 |
| IV. — Exécution de cet accord en janvier 1933 ..                                                                                                                                              | 163 |
| V. — L'enquête du Comité Financier de la Société des Nations du mois de mars. — Echec des négociations de juillet à Londres ..                                                                | 166 |
| VI. — Amélioration de la situation en Grèce et Accord de Londres du 7 novembre 1933 ..                                                                                                        | 171 |
| VII. — Le conflit avec les porteurs français. — Solution provisoire .....                                                                                                                     | 174 |

#### CHAPITRE IV

|                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>La politique de moratoire en Roumanie</i> .....                                                                     | 180 |
| I. — Règlement des emprunts d'avant-guerre en 1928. — Importance du service de la Dette publique roumaine en 1933 .... | 180 |
| II. — Demande de collaboration technique avec la Société des Nations au mois de juin 1932 .....                        | 184 |
| III. — La suspension de l'amortissement des rentes roumaines en février 1933 .....                                     | 187 |

|                                                                                                                                  |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| IV. — La proclamation du Moratoire de transfert en août 1933 .....                                                               | 190 |
| V. — Les propositions de règlement du Gouvernement roumain. — Les accords provisoires du 26 octobre et du 14 décembre 1933 ..... | 193 |
| VI. — Le rapport des experts financiers en mars 1934 et les négociations des mois d'avril juillet 1934 .....                     | 197 |
| VII. — L'accord du 24 juillet 1934. — Service des emprunts de la Caisse Autonome des Monopoles .....                             | 202 |

#### CHAPITRE V

|                                                                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>La politique de Moratoire en Yougoslavie</i> .....                                                                                                                     | 208 |
| I. — Le service des emprunts serbes et yougoslaves .....                                                                                                                  | 208 |
| II. — Gravité particulière du problème des transferts en Yougoslavie depuis le Moratoire Hoover .....                                                                     | 212 |
| III. — Règlement de certaines dettes du Gouvernement yougoslave vis-à-vis du Trésor Français et de Banques Parisiennes en août 1932 .....                                 | 214 |
| IV. — Echec des négociations du mois d'août 1932 avec les porteurs français. — Suspension du transfert du service des emprunts yougoslaves en octobre-décembre 1932 ..... | 216 |

|                                                                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| V. — Négociations des mois de janvier et février<br>1933. — Conclusion d'un accord de<br>principe au mois de mars . . . . . | 218 |
| VI. — Convention du 26 juillet 1933 : Service<br>de l'amortissement, service de l'intérêt,<br>clauses diverses . . . . .    | 221 |
| VII. — Exécution de la convention . . . . .                                                                                 | 231 |
| CONCLUSION . . . . .                                                                                                        | 235 |
| BIBLIOGRAPHIE . . . . .                                                                                                     | 249 |

---

---

Imprimerie Jean ROBINE. 119, Grande-Rue, — Lisieux

---



